全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位旅美金融专家的心得

投资有方 理财有道

林羿◎著

The Art of Investment and Financial Planning

- 致富之径——叩开理财之门
- 跑赢大市——投资心得点滴
- 股市博弈——天下股市纵横
- 洋为中用——他山之石
- 旁观者清——抛砖引玉

中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资有方 理财有道

一位旅美金融专家的心得

Financial Planning

林 羿◎著

中国财政经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资有方 理财有道：一位旅美金融专家的心得/林羿著. —北京：中国财政经济出版社，2010.2

ISBN 978-7-5095-1982-0

Ⅰ.投… Ⅱ.林… Ⅲ.投资-文集 Ⅳ.F830.59-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第012906号

责任编辑：贾延平 胡 懿　　责任校对：胡永立

封面设计：田 晗　　版式设计：兰 波

中国财政经济出版社出版

URL：http://www.cfeph.cn

E-mail：cfeph@cfeph.cn

（版权所有 翻印必究）

社址：北京市海淀区阜成路甲28号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092毫米 16开 13.25印张 293 000字

2010年4月第1版 2010年4月北京第1次印刷

定价：33.00元

ISBN 978-7-5095-1982-0/F·1960

（图书出现印装问题，本社负责调换）

本社质量投诉电话：010-88190744

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者的话

我在美国金融界工作了18年，既经历了20世纪90年代和21世纪2002年至2007年的经济繁荣和股市飙升，也经历了1991年、2001年和2008年的三次经济危机和股市崩盘。虽然在投资、理财、股市、基金和养老金等方面谈不上经验丰富，也确实积累了一些体会、心得和感想。近年来，我应中国大陆和台湾地区一些金融报刊和研究机构的邀请，陆陆续续地将自己的这些经历和想法写了出来，并予以发表，主要意图是与中国大陆及台湾地区的投资者和同行进行交流，提供些可供参考的建议，同时便于感兴趣的读者查询。

2008年，雷曼兄弟（Lehman Brothers）的倒闭所触发的金融危机是自20世纪30年代初大萧条以来危及全球金融体制最严重的一次危机，凸显了美国和整个西方资本金融体制中政府监管、产品创新、风险控制、薪酬激励等多方面的弊端。中国的金融体制由于相对封闭，幸免受到像美国和一些西方国家那样的重创。但中国要成为金融大国，金融体系迟早要同国际金融体系融为一体。此外，同美国等西方发达国家相比，中国的股市规模、金融体制和资本市场的成熟程度、基金业和企业养老金业的发展都还处于初期阶段。因此，在充分吸取美国和西方发达国家在此次金融危机中所暴露出的各种教训的同时，中国在进一步同国际金融体制接轨、完善自身的资本市场发展的过程中，仍然需要学习这些国家许多成熟的经验和成功的做法，并借鉴它们在此次金融危机后对其金融体制的种种改革措施。本书正是力求为中国的投资者和从事金融业监管和运作的同行们提供了解和借鉴美国及西方发达国家在投资、理财、股市分析、基金业的发展和企业养老金体制的构建及对金融体制进行改革等方面的一个窗口。

本书收集了我近年来发表在金融报刊上和在中国大陆及台湾地区一些论坛上的发言等50多篇，涉及投资、理财、基金投资、股市分析、金融法改革及养老金体制和管理等较为广泛的领域。其中，既有对美国和全球这些领域的讨论、分析和总结，也有对中国大陆和台湾地区相关方面的观察、思考和评论。此外，我还将一些报刊近年来对我的采访也收纳进这本书里。虽然某些采访和文章具有很强的时效性，但我认为，由于经济的发展和股市的走向是循环式的、周期性的，这些采访和文章的内容及所谈论到的议题，对经济和股市在将来再循环到同样的周期阶段时仍会有参考和借鉴的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的出版得到了中国财政经济出版社的大力支持。特别是贾延平女士为本书的编辑付出了大量的心血，我在此深表谢意！此外，台湾地区的《万宝周刊》杂志社的朱成志社长和万宝资产管理公司董事总经理陈宗禧先生也一直对我的写作和文章的发表给予无私的帮助，使我不仅感激不已，而且深感同胞之情。近年来，同我精诚合作、采访过我的记者们也对我书中收入他们对我的采访给予积极的配合与支持，他们分别是：《证券时报》的史月萍女士、杨波女士；《第一财经日报》的王艳伟小姐；《证券日报》的张志伟先生、马薪婷小姐；《环球企业家》的李勇先生；《钱经》杂志的王雪吟小姐；《投资者报》的孟凡红小姐；《中国经营报》的卢远香小姐；《南方都市报》的王梅丽小姐；美国《财富》杂志（中文版）的周展宏先生；《中国证券报》的高健先生和台湾地区《万宝周刊》的林成荫先生、刘以先先生和何慧萍小姐。我对他们在此一并表示衷心的感谢！

本书付梓时，正值新中国成立 60 周年，举国上下，万众欢腾，普天同庆。作为侨居海外的中国人，我为祖国 60 年来所取得的令世人瞩目的辉煌成就备感自豪和骄傲。在此，我谨以这本小书作为献给祖国的一份薄礼，以示拳拳赤子之心。

林 羿

2009 年 10 月 2 日 于美国巴尔的摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一篇　致富之径——叩开理财之门　/1

谁是你最理想的理财专家　/2
投资全球，分散风险　/5
如何有效地利用理财专家的服务　/7
定期重调投资组合比例并非降低风险的万灵丹　/10
如何制订一个抵御股市风浪的理财计划　/12
让“行为金融学”帮你投资理财　/15
富人投资产品的新宠：全功能投资管理账户　/18
如何构建一个“不倒翁”式的投资组合　/22

第二篇　跑赢大市——投资心得点滴　/27

别让恐惧心理主导你的投资　/28
股票和债券：谁能跑赢投资马拉松　/31
投资全球房地产：机会成熟了　/33
熊市伊始的全球资产配置　/38
退休储蓄的投资关键是股票　/46
始于熊市的投资会享有更可观的长期回报　/50
对跟踪指数投资方法的反思　/54

第三篇　股市博弈——天下股市纵横　/57

金融风暴涤荡后的全球股市　/58
股市投资展望：山穷水尽，还是柳暗花明　/61
大病初愈的美国信贷市场　/65
美国终于开始吸取日本的惨痛教训　/68
金融危机中的美国养老金市场　/70
金融风暴中，股海拾贝忙　/75
牛市中点评新兴市场前景　/77

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇 洋为中用——他山之石 /79

金融危机中来自美国基金业的建言 /80
美国人是如何卖基金的 /85
搏击于金融海啸中的美国基金投资者 /92
美国证交会加强基金监管新措施 /96
美国基金公平交易的法律要求 /98
共同基金使用简易招募说明书好处多 /100
为了投资者的信任——美国基金公司加强高管薪酬披露透明度 /102
继往开来：美国企业养老金的百年历程 /104
美国养老金计划如何与基金双赢 /114
美国社会养老保险制度浅谈 /121
美国养老金体制的基石——个人退休账户 /126

第五篇 旁观者清——抛砖引玉 /135

中国基金系 QDII 任重而道远 /136
中国企业年金财税政策监管初探 /139
纵横全球——政府对养老金监管体制的国际比较 /164
鼓励投资全球，基民教育是关键 /172
金融风暴后美国退休基金风险控制新趋势 /180

附：

海啸下的不败法则 —— 坚持价值投资 /184
A 股市场正提供良好投资机会 /185
山雨欲来风满楼——中国股市震荡预示着经济衰退吗 /189
美国企业债在金融危机中获投资者青睐 /192
价值投资者已开始买入 /193
美国共同基金是怎样收费的 /195
基金公司不应以短期业绩考核基金经理 /198
解读美国金融体制改革：监管将更加严格 /200
养老金投资：保值重于增值 /202
非卖空基金不做择时投资 /204

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇

致富之径

——叩开理财之门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谁是你最理想的理财专家

俗话说："踏破铁鞋无觅处，得来全不费功夫。"茫茫商海中何苦去寻找为你理财的专家——你自己可能就是理财的高手！

一个人成为自己的理财师有两个好处。第一是省去了理财专家费。在美国，理财专家收取的年费一般是其理财金额的1%。第二是节省时间。即便你雇用理财专家来为你理财，仍要花费很多自己的时间同专家合作，因为和自己匹配的理财计划只有在理财专家充分了解你的家庭收入支出情况、事业发展前景、退休打算和你的纳税额等情况下再进行详细、周密地分析和研究之后才能制定出来。以上的许多情况只有你自己了解得最清楚，那么由你自己来作分析，而不是让别人来分析，很可能是最恰当的。

许多诚实的理财专家也承认这一事实。"理财本身并不很难，并不是人人都需要雇用理财专家来为自己理财。"一位美国知名的理财专家最近这样说过。但许多投资者却不相信这一事实，大多数人还是想获得理财专家的帮助。据美国研究个人投资的一个知名咨询公司最近的一项调查显示，2001年中，只有36%的富庶阶层的人认为自己在理财方面不需要什么帮助。但有趣的是那些请了理财专家的人却不一定喜欢或听取专家的建议。

要想为自己成功地理财，投资者可采取如下方法。

不管多忙，也要挤时间理财，要有韧性

在当今的社会上，许多人特别是双职工的家庭，都过着为生活而疲于奔命的日子。他们一般一天24小时都随身带着打开着的手机，公司有事，随叫随到。有的人除上班之外，还上夜校、读研究生文凭，如果再有个孩子，需要花时间精心照料和培养，那真是一天有36个小时也不够用。但是，如果你想为自己成功地理财，那么不管多累、多忙也要挤时间、抽精力来做。

为自己理财要做很多工作。首先，要就自己的财务情况作全面、细致、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精确的统计和整理，要对自己的收入、债务、保险、投资、储蓄和支出等方面列出精细的账目，还要就自己财务上的目标，如买房、买车、孩子从小到大的教育经费、自己将来的退休需求等作出合理、现实的规划。其次，再就自己的资金和时间作出稳妥的投资计划。

根据美国人生活的平均情况，一般来讲，一个人或一个家庭会将 5 到 6 个月维持日常生活的生活费（包括每月的房、车贷款，吃、用的零花钱等）存在银行里，剩余的收入多用来进行投资。此外，他们根据个人的年龄来分布其投资资产的组合。越年轻、离退休越远的人，就应将越多的资产投资于收益潜力大、风险也越高的投资对象上，如股票等；如人到中年，在进行投资时应做到风险和收益参半；离退休年龄越近，就应将越多的资产投资于固定收入的债券等。当然，个人情况各有不同，应按自己的情况制订自己的投资方案。

自教自学，由外行转为内行

住在纽约市的 32 岁的凯瑟琳·伦大学本科学的是英语，她从来对同数字有关的东西不感兴趣，对她父母赠给她的那些股票也从不问津。但自从她订婚以后，凯瑟琳开始对自己未来小家庭的“财政”安全和健康倾注了极大的心血。她刚开始理财时认为自己对投资、金融一无所知，所以就向一家国际知名的金融公司寻求理财咨询。这家公司让她雇用理财专家为其理财，年费将近 5000 美元。一气之下，她索性开始为自己理财。她如饥似渴地阅读大量投资方面的书籍，还到附近的大学选修一些金融理财方面的课程。此外，她还充分利用各类有关网站所提供的信息对各种股票和共同基金进行研究。结果是她自己的投资业绩比所有主要股票市场的指数的结果都要好。

以上的实例证明，一个人完全可以通过自教自学就能从理财的外行变成内行。关键是他要有信心、有毅力并有浓厚的兴趣。普通人可从浅至深，从小到大，先挪出一小部分钱进行实习，等自己的知识和经验逐渐丰富后，再逐步增加自己理财的金额。

不要盲目崇拜、依赖专家

许多人盲目地认为理财专家对于理财和投资都有独到的诀窍或法宝，事实却全然不是这样。39 岁的丹尼尔·海乐在 20 世纪 80 年代创建了自己的电脑软件公司。到了 90 年代初，他把自己的公司以 1000 万美元卖给另一家电脑公司以后，便开始找理财专家来为自己这笔“横财”进行投资管理。为了看看自己究竟比专业理财的投资专家差多少，他决定将 50% 的资产交由理财专家管理，而另 50% 的资产由自己来进行投资。一年之后，由专家管理的资产亏损了 5%，而由他自己所投资的资产却获得了 10% 的收益。他很快决定自己来管理全部的资产。这以后，海乐成为了一个一丝不苟、严谨勤奋的个人投资者。他在购买或抛售一支股票之前都在网上作全面、彻底的调研。

适时寻求专家的帮助

为自己理财并不意味着从不寻求专家咨询和帮助，而应该适时地寻求专家的帮助。美国加利福尼亚州一位叫科恩的投资者的做法是这样的：在理财方面，科恩绝对是“自力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更生”的笃信者。他绝不会将自己的财产交由别人去管理，但必要时他会毫不含糊地、不失时机地向专家请教。科恩说：“随着我的资产规模的增长，我越来越感到需要请专家来看看我的投资布局是否合理，并如何使其尽善尽美。”科恩每年就自己理财中碰到的实际问题咨询两次，寻求专家的答案和指点。他的经验是，要带着自己的实际问题去寻找专家的帮助，这样才最有效率。此外，在准备自己的报税表和遗嘱等方面，科恩也会请律师和专家帮助。

在为自己理财的过程中，一个人还应避免犯以下错误：一是不要将自己的资产投资于任何自己不懂的投资工具中，如外币期货（Currency Futures）、对冲基金（Hedge Funds）等。二是不要忘记多元化投资，将资产分布于多种风险不同、收益各兼的投资工具中，将全部赌注都压在一只或几只股票上是不明智的。三是不要怕问——遇到自己不懂的问题，要毫不犹豫地向专家请教。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资全球，分散风险

近年来推出的各种 QDII 产品为中国投资者提供了投资全球、分散风险和资产配置的更多选择。通过对不同的资产类型进行分散投资从而达到降低投资风险、提高投资收益的目的是现代投资组合理论的主要理念。近来 A 股市场频跌，而投资于海外市场的多种 QDII 产品业绩超过投资于 A 股市场的基金业绩的现象，展示了将 QDII 海外投资包括在自己投资组合中的重要性和必要性。根据美国的经验来看，大多数投资于基金的投资者将投资海外，包括在市场基金的投资组合的一部分，长期以来已成为投资者们进一步分散风险的传统做法。十多年前，美国和全球其他地区或国家的股票市场的走向很少是一致的，关联程度不高。但是，随着世界经济的不断发展，特别是各地区和各国家之间经济发展的互联性不断加深，以及世界经济的逐渐全球化，投资业界开始有人认为世界范围内不同股票市场的关联度在逐渐加强，从而进一步降低了在全球范围内进行分散投资的有效性和意图。但就目前的情况分析来看，虽然全球范围内不同股票市场的关联度有所增强，但关联程度并没有像一些业界人士说的那么高，因而仍然可以为在全球范围内进行分散投资提供有利的支持。

实际上，各国对美国经济的依赖度是有很大差别的。比如，那些依靠向美国出口而发展自己经济的国家如墨西哥、新加坡，就会更容易受到美国经济健康程度的影响，而其他国家，如巴西、印度、俄罗斯等国的经济则较少受美国经济健康程度的影响，因为这些国家的出口面向更多的国家而且有比较广阔的国内市场。

目前，对逐渐减缓的美国经济发展将如何影响世界其他股票市场有很多争论。争论的一方认为美国仍然是世界最大的经济体，因此美国经济的减缓将会连累和影响全球股票市场的走向；另一方则认为，世界经济的发展，特别是在经济高速发达的新兴市场国家，如中国、印度和巴西不会由于美国经济发展的减缓而停滞不前。他们认为，这些高速发展的经济体、提供原材料的国家的经济发展不会因美国经济发展的减缓而减缓。比如就中国来说，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有相当数量的外币储蓄可以在财力上支持自己持续的基础设施的建设，而且这种基础设施的建设和发展不会由于它向美国的出口而有所放慢。

美国和加拿大是两个主要的贸易伙伴，这两个国家的经济的关联性是很高的，但是它们的股票市场的关联度在 1988 年到 2007 年的近 10 年间却仅有 73%。美国股票市场同其他美国主要的贸易伙伴的股票市场的关联度就更低，比如同日本市场的关联度只有 35%，同英国市场的关联度只有 65%。这进一步说明，国家之间经济发展上的紧密关联性并不一定就意味着股票市场之间的走向完全同步。因此，投资者将自己组合中资产的一部分配置于全球范围内的投资仍然会从分散投资中获利。下图是 1988 年到 2007 年美国股票市场和全球范围内主要国家的股票市场的比较。

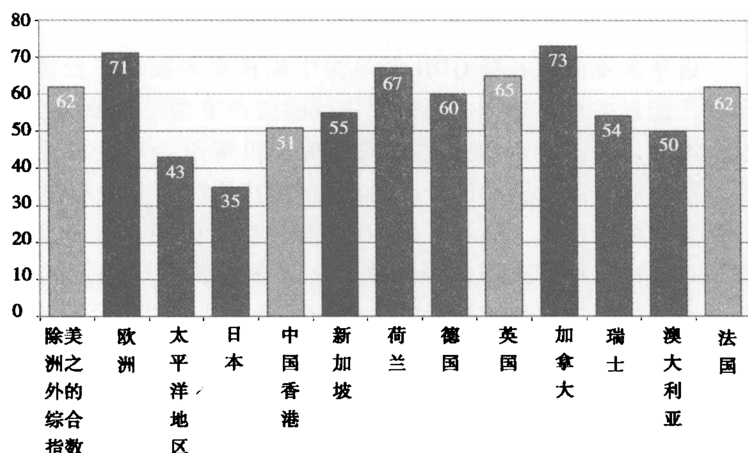


图 投资回报的关联性

我们从上图中可以看出，与美国市场走向关联度最高的是加拿大，只有 73%，而与中国 A 股市场关系较为密切的中国香港地区股票市场与美国股票市场在这 10 年间的关联度只有 51%。这就进一步说明，通过 QDII 将自己资产的一部分投资于海外市场能够有效地分散风险，海外市场为国内的投资者提供了更优质、更合理的资产配置的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何有效地利用理财专家的服务

在美国和其他西方发达国家，为投资者进行资产管理和投资理财是金融服务行业最为关键和最为重要的业务之一。在这些国家里，绝大数的投资者由于其工作繁忙或缺少专业的投资、理财方面的技术和知识，都雇用专业的理财专家为自己的资产进行理财和投资管理。下面我们可以分享一下美国金融服务行业中投资者使用专业理财专家服务的一些经验教训。

总体来讲，一个投资者在选好了自己可心的理财专家之后，应同该理财专家建立起一个相互信任、相互合作的诚挚的雇佣关系。一个投资者在雇用一个理财专家之后，首先应明确的是，对理财专家的服务要有一个合理的，而不是过高、过于苛刻的期望和要求。其次，投资者应认真地听取和采纳理财专家的咨询和建议。再次，如果想让理财专家有效地为你提供投资和理财服务，那么投资者必须愿意将自己的全部财产和收入的情况如实地披露给理财专家，以使理财专家在对你的财产应如何进行投资管理的分析中根据实际情况进行研究。最后，一个投资者不应将自己的资产全权委托给理财专家作决定，而应该积极、合理地和理财专家一起为自己的财产投资和管理作出决定。

一个投资者如何能够有效、充分地享受一个理财专家的服务，关键取决于他是否能够对理财专家所提供的服务有一个合理的希望和要求。也就是说，当一个投资者将自己的财产交给专业理财专家进行投资管理之后，对其投资管理的结果要有一个合理的预期，而不能不顾整个宏观经济和微观金融市场的情况为理财专家规定一个不可达到的投资目标或要求。根据美国金融服务界的调查，绝大部分投资者对其理财专家所提出的投资管理要求和规定的目标都不切合实际。比如，大部分投资者都要求理财专家对自己的资产进行投资管理的结果最起码要超过美国的股票市场或债券市场的指数。而实际情况是，即便是最有经验的理财专家也时常无法使自己管理的资产所产生的投资收益超过股票或债券市场的增长指数。对于那些期望其理财专家总能将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的财产投资产生十分可观的投资收益的投资者来说，他们往往会大失所望，并且会动摇继续同理财专家进行有效合作的信心。因此，投资者应对自己的财产在整个经济环境及自己所投资的市场的表现有一个正确的认识。只有这样，他才能为理财专家对自己的投资管理制订出切合实际的要求和目标。理财专家能够为投资者的资产管理提供可靠、合理的资产投资策略，但他无法就国家甚至世界的宏观经济形式及股票或证券市场的走向实施任何控制。在这种情况下，有经验的理财专家一般不愿意为那些希望雇用自己使投资收益总是能够达到十分可观的效果的投资者提供服务。反过来，对于投资者来说，那些向他们提出总能为其资产投资的管理提供可观的投资收益的理财专家也是不值得信任的。

“谢谢你的理财咨询，但我还是要按我的投资理论对我的财产进行投资管理。”许多投资者对理财专家所提出的理财建议和咨询抱有这种态度。这种态度往往使理财专家无法按自己制订出的专业的投资和理财方案进行理财管理，并极大地防碍了理财专家所制订的投资目标的实现，从而造成理财专家和投资者分道扬镳。如果一个投资者只是一味相信自己的投资知识和理论，那他为什么还要雇用理财专家呢？因此，一个投资者应充分信任和采纳理财专家所提出的合理的投资方案或建议。如果一个投资者既想让专业的理财专家为自己理财，又想自己进行股票交易的话，那么解决问题的办法应是将该投资者的一部分资金拿出来专门供自己炒股使用，而将其余的资产全部交给理财专家来进行投资管理。

“有关我的财务情况，我不愿意告诉你太多。”如果一个投资者不愿意将自己的收入、资产、花销和储蓄习惯及自己的金融目标向别人包括理财专家进行如实的披露的话，这种投资者很可能不适于雇用理财专家来为自己进行理财。因为即便是这种投资者雇用了理财专家，理财专家也无法根据该投资者的实际经济情况为其提供正确合理的理财咨询和建议。一个理财专家在全面了解一个投资顾客的金融情况后才能就如何对客户的资产分布和投资管理进行全面和正确的分析和计划。

美国著名理财专家莫里斯阿姆·斯特朗曾指出，如果一个投资者不向自己的理财专家提供完整的金融信息和情况的话，那么由理财专家为其制订出的预算和现金支出、收入的数据就将不准确。如果这方面的数据不准确的话，那么理财专家对一个投资客户的投资风险容忍程度的理解就会被歪曲，从而造成对投资客户的财产分布进行错误的分配和布置。

在有些情况下，有的投资者甚至不愿意将自己最基本的情况如实地披露给投资专家。有的投资者不愿意向理财专家透露自己的婚姻状况或实际年龄。根据美国和其他国家的税收制度，一个人是否已婚将面临不同的税收要求；一个单身汉的花销和一对已婚夫妇的花销有所不同。因此，一个投资者在雇用理财专家之前，必须做好向理财专家如实披露自己各方面情况，包括金融和家庭情况的准备，以使理财专家能够如实地全面了解其经济情况，从而制订出正确的理财方案。

“我只要你就我的资产进行投资管理，而不需要你插手我任何其他的金融事务。”一位好的理财专家的真正价值在于对一个投资者的金融方面的事务进行全面和正确的分析，就其投资的需要作出合理、妥善的决定。比如，他能就你寿险的需求、房地产贷款的需要以及税收方面的效果进行合理有效地计划和安排。如果你只需要一个投资管理人而不需要一个理财专家的话，那么雇用理财专家来只为你进行资产的投资恐怕不上算，也完全达不到你的投资目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我有时不愿意完全按照理财专家和我共同制订的理财计划而行事。”有些投资者在同理财专家合作共同制订出自己的理财方案之后，没有严格地按照所制订出的方案和计划行事的毅力和决心。有一位美国的投资者和他的理财专家共同决定，将该投资者所投资的一部分亏损的共同基金抛售而投资于另外一些不同的投资产品中。同时，他们还决定将该投资者投资的一部分有较为可观投资收益的共同基金也进行抛售，从而将亏损进行一定的抵消和平衡。该投资者和理财专家决定由理财专家抛售亏损的资金，而由投资者抛售有收益的基金，但理财专家将亏损的基金卖掉之后发现，该投资者并没有按照他们共同制订的方案将自己那部分有投资收益的基金卖掉。由于贪图更多的收益，该投资者想多等一段时间再将基金进行出售。结果，在这段时间里，股票市场暴跌，该投资者遭受双重损失。这一事实表明，一个投资者在同自己的理财专家共同制订出一套理财的方案之后，应有毅力、有决心按照这一方案行事，从而达到所共同制订的投资要求。

“我既然把财产交给你管，就不要老来麻烦我了。”有些投资者在雇用理财专家对自己的资产进行理财之后，完全采取撒手不管的态度，不愿意再花更多的时间同理财专家一起合作，而只想将自己的财产全部委托给理财专家，特别是当投资者过于忙碌或处于各人危机的某种情况的时候。投资者应该认识到，理财专家所管理的财产终究是投资者自己的资产，他们不能完全将管理自己资产的责任全部委托给任何人。投资者应积极同理财专家进行合作，并参加就如何对自己的资产进行管理和投资作出决定。

总之，一个投资者在同自己所雇用的理财专家进行合作的过程中，应该本着事实求实、诚恳待人的基本原则，既积极参加理财的决定又不过分对理财专家所应行使的权力进行干涉。同时，投资者对理财专家的要求也应该切合实际。只有这样，投资者才能够充分、合理地享受理财专家的服务，从而达到理财的预期目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定期重调投资组合比例并非降低风险的万灵丹

金融危机所触发的股市的急剧震荡和暴跌使一些广受推崇的投资方法，如分散配置、长期持有等频频受到挑战。另一个为投资理财专家所津津乐道的投资法则——定期将投资组合调回至最初设置的资产类比例可以确保更高的投资回报并降低风险，也要接受严峻考验。定期重调投资组合比例确实能使你买低卖高，获得更高的投资回报，但这一法则也并非总会奏效。

一些股市和投资的数据表明，在几十年的长线投资期限内，将投资组合定期调回到预先确定的股票和债券组合的一个固定比例，每年的平均投资回报率将增加大约 50 个基点。但是，在短线的投资期限内，如果股票连续几年下跌不止，那定期平衡重调组合比例不仅不能为投资回报增加任何价值，反而还会带来更大的亏损。同选择是否投资于股票的决定本身一样，定期平衡重调投资组合实际上是对未来所下的一个赌注。买低卖高在一定时间内是一个很灵验的投资方法，但也有失灵的时候。在过去一年半的时间里，许多投资者就发现，如果你购买的股票持续下跌，而你抛售的证券却不断增值，那么定期平衡重调投资组合实际上只会亦步亦趋，亏损更大。

下面我们看看两个很简单的例子。首先，我们可以引用晨星公司所提供的数据来看看自从有记录历史以来最惨重的熊市以及大萧条时期定期重调组合的结果。其次，我们可以研究一下过去 15 年中两次辉煌的牛市和两次悲惨的熊市中采用这一投资方法的效益。

现在的标普 500 指数，从其 1929 年 8 月和 9 月所达到的高峰到 1932 年 6 月跌至谷底，共降了 83%。同时期内，中期美国国债却上升了 12.4%。即便是将所有获得的红利全部投资到股票中，一个 100% 股票的投资组合直到 1945 年 1 月才回升到 1929 年所达到的峰值。同一时期内，债券却上升了 80.3%。

如果你在这一时期的开始有一个股票与债券各占 50% 的投资组合，并在这期间不对其进行任何重新平衡重调，到 1932 年 6 月，你的组合就会损失 35.5%。如果你每 12 个月进行定期的平衡重调，抛售一定的债券、购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定的股票，使你的组合总是保持50%的股票和债券的比例，那你就会亏损48.2%。如果你定期重调的频率比每年一次还要频繁，那你的亏损就将更大。

简单来说，在这3年之间如果你不进行定期的重调，你的投资组合的亏损就会相对最小。但在随后的股市回升期间，定期重调组合就发挥了效用。到1945年年初，一个1929年时在股票与债券之间保持50%比例的投资组合如果不进行任何重调，其回报率将达到40.5%；而如果你每年进行一次定期的组合比例重调，其回报率就将达到53.7%。一旦股票和债券全部上涨，特别是以不同的回报率上涨的情况下，定期重调就能充分发挥它的效用。

过去十几年的情况又是什么样呢

如果你在1993年12月将10000美元投资于股票和债券各占50%的一个投资组合中，到1999年12月，你的组合就会增值到24419美元。这之后便是科技股泡沫破碎所引发的一路下跌。到2002年9月份为止，你的组合只剩下19240美元的资产。如果在这期间，你进行定期的组合比例重调，所获得的回报率将会类似。这是因为，在这期间，债券几乎每个月都在上涨，股票却不断下跌。

2002年之后又出现了一个较为长期的牛市，之后便是最近的股市崩盘。这段时期的股市走向会对你1993年所投资的10000美元产生什么样的影响呢？如果你每年定期进行组合比例重调，那么到2009年2月份，你的组合中将仍然还有大约24967美元。这一结果比你100%投资于股票在同期所获得的回报要高4000美元，而如果这期间你没有对组合进行定期重调，其回报率也会比定期重调的结果少2400美元。

通过这一历史比较，我们从中学到了什么

对于想要进行几十年长线投资的较为年轻的投资者来说，定期进行组合比例重调可能是一个值得采纳的投资方法，但是你不应该觉得必须或者被迫总要进行重调，一年一次就足够了。选定一个你容易记住的日子，如你的生日，不要改变。如果你已经退休了，以定期重调组合比例而保持对股票的投资可能得不偿失，这样做风险会更大，而你的投资目标应该是保值重于增值。

总之，定期进行组合比例重调究竟是否能进一步提高你投资组合的回报率不仅取决于证券市场在发生什么，还取决于是怎么发生的，即便是用来降低风险的投资技巧本身也带有其风险性。一个明智的投资者，必须要审时度势，根据市场变化的内因外果对自己采取的投资方法和方式进行适当的调整，这样才能取得最佳结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何制订一个抵御股市风浪的理财计划

虽然没有任何理财计划能够对股市短期的剧烈震荡具有完全的免疫力，但设计和制订一个配置合理、准确地反映投资目标和时限的投资组合，加上定期的、严守纪律的投资，能够帮助你在任何股市行情下都可以专注实现已制订的投资目标并获得期待的投资回报。预先制定一个合理的理财方案能够为你的投资提供明确的架构和指引，使你能够在不同的市场条件下及时确定是否已偏离了投资目标，并且能够有计划地准备下一步的投资，而不是使你的投资决定完全成为对目前经济气候的一种条件反射。如果你总是想根据市场的情况寻找投资的时机，在市场下跌时将股票投资转为现金，以躲避市场的震荡，那么就会大大降低你投资的长线回报。市场的反弹往往发生得十分迅速，所以如果在市场见底时撤出投资，那么你就会遭受真正的投资亏损并在市场开始反弹时错失获利的良机。

确定你的投资目标

开始制订理财计划时，首先要确定你的不同财务目标，然后根据所确定的目标选择相应的投资工具或产品。在大多数情况下，你所持有的大部分资产是为了将来退休而进行的储蓄，包括你现在所任职的公司所提供的企业退休金计划和你个人的退休账户。为了便于更好地控制和管理所有的退休资产投资，你可以考虑将已经在不同的企业退休金计划中积累的资产从以前工作的公司或企业中转账到个人的退休账户中。

除了退休以外，你还可能会为孩子将来的高等教育进行储蓄投资或还有其他短期、中期、长期的一些财务需要，比如度假或买车等。你还可以建立一个“应急账户”。该账户中的资产应该能够维持你3~6个月的生活开支。拥有这样一个应急账户，特别是在经济不景气的时候，可以帮助你避免过早使用自己的退休资产或借债度日。你的应急账户应该投资于比较保守或趋于保值的证券，比如货币市场基金等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定你的资产配置

投资目标一旦确定，下一步就应该决定如何对资产进行相应的投资。实现每一个目标的投资策略，应该根据你所需资产的时限来决定。也就是说，你到什么时候需要使用这些资产，这些资产需要保持多长时间等。

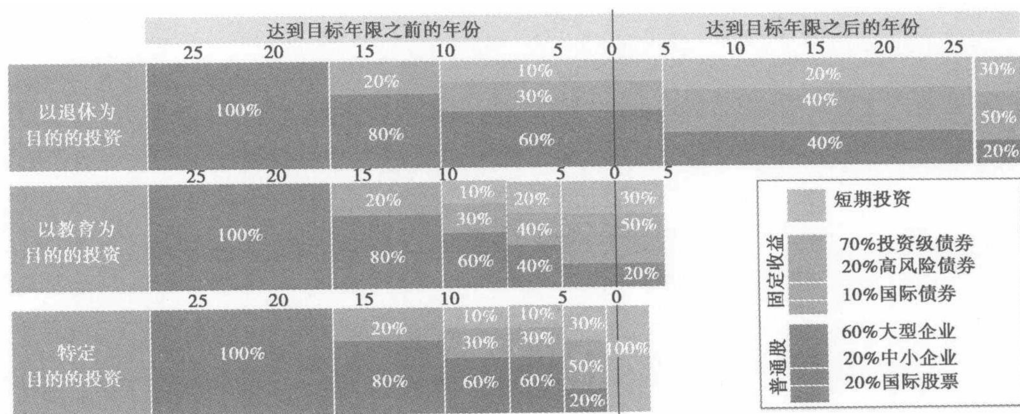
你应该决定在几大投资分类中如何配置你的资产——股票、固定收益及短期储蓄。下面的表格就显示了适合各种不同投资时间区限的投资组合。对不同资产类别进行组合和配置，在很大程度上会决定整个投资组合的风险程度和潜在的回报率。

分散你的投资持有

不同的投资产品在不同的市场情况下和不同的经济循环阶段中表现不同，因此应该注意在每个资产类别中进行适当的分散投资。如果你的投资分布于多种资产类别之中，那么在某一个行业或板块出现下跌时，另外一些行业或板块出现回升就会抵消或平衡所造成的亏损。在投资产品方面，还应该考虑在国内和国际股票之中进行不同的配置，选择小型、中型和大型的企业和公司。同时，在不同的国内和国际的债券投资产品中应根据其成熟期和信贷质量进行不同的分散配置。当然，分散投资本身并不能确保获利或在市场下跌中起到保值的作用。

严格遵守投资纪律

在建立了投资策略之后，你就可以开始有计划、系统性地进行定期投资储蓄。进行定期定投的好处是可以得益于成本平均值所能带来的投资收益的好处，也就是在股价低的时候买更多的股份而在股价上涨时买相对较少的股份。但要记住，实现你的财务目标的最有影响力的因素是你长时间能够进行储蓄的储蓄额。



投资的时间区限

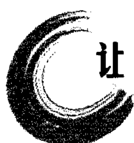
注：此表中标线“0”表示 65 岁。

为了选择适合你的投资配置，要在上面表格的左边找到相应的投资目标，然后在表的上方找到你的时间区限，接着往下看，以找到所推荐的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管你的财务目标是什么，越早开始定期定投就越好。这样的话，你的资产投资的时间越长，你的投资回报率的潜力就会更加有利滚利的效果。同时，要认识到市场的震荡，不管是积极或消极的，是存在于每一个投资市场之中的必定因素。如果严守定期定投的投资方案纪律，不管在什么市场条件下，你都会成功地游走于金融市场的波谷浪尖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



让“行为金融学”帮你投资理财

行为金融学是20世纪70年代开始在西方金融界，特别是资产管理行业开始盛行的一门以研究投资者行为来辅助作出投资决定的学科。目前，西方许多从事投资的专业人士都认为行为金融学可以对现代组合理论起到很好的补充作用，但还不能完全代替现代组合理论。因此，在西方资产管理业，行为金融学已越来越普遍地被基金经理和投资分析师作为其投资管理运作中的一个重要工具。

究竟什么是行为金融学

简单地讲，行为金融学是一门将经济学的传统理论和心理学的传统理论结合在一起的学科。该学科的主要目的是对人类在处理经济事务中为什么往往不能够冷静、客观和理性地作出决定进行解释和寻找答案。也就是说，行为金融学试图证实人类就经济相关的事务总能够作出理性而非感情用事的这一运用于许多投资模式分析中的假设是错误的。比如，在对投资前景进行预测时，投资者往往对自己预测的准确性过于充满信心，过分依赖最近的一些经验并将对未来的投资结果的期待建立在别人预测的基础之上。

行为金融学究竟已存在了多久

从事行为金融学研究的经济学家或投资管理专家们往往将行为金融学的起源追踪至20世纪70年代末。当时，像罗伯特·席勒、理查德·塞勒这样的著名经济学家开始对投资者的投资决定行为进行深入的研究。实际上，早在1934年本杰明·格莱姆在其撰写的《证券分析》（第一版）中就已经观察到“投资者往往对其投资决定先是充满无穷的乐观期待，之后又将陷入深深的绝望之中”。

几乎在同时，约翰·凯恩斯也开始谈到“由人的本性所决定的投资感情的不稳定性”。他进一步观察到，“人的本性的一个特点是：我们大部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的积极行动是建立在一时出现的乐观情绪的冲动上，而不是建立在慎密的数学计算推演的基础之上的”。行为金融学家们将这一人的本性称为“自然乐观的倾向（Optimism bias）”。

行为金融学在投资理财中起什么作用

行为金融学并不是依靠数学模式来分析和解释人类的金融行为。行为金融学的原理主要是基于对人类内心倾向的研究而作出结论。比如，虽然意识到投资者经常对自己的投资能力过分信任，但这种意识并不能帮助行为金融学家来判定对某一个特定的资产类别的估值（或某一个确定的股市）是过高还是过低。

大部分典型的证券估值和宏观经济模式，不管是否确切地对现实进行反映和分析，都是基于一个假设，即投资者纯粹都是最理性的投资决策人。因此，这些模式的缺陷就在于他们作为基础的假设完全是一种虚拟，与实际不符的虚拟。行为金融学没有过分依赖这一不确切的假设，但也很难对人类的投资行为作出精确的模式归纳。

行为金融学有什么最新的发展

最近几年来，行为金融学的研究人员开始大量使用核磁共振技术（MRI）来针对投资者们对投资获利、亏损达到了预期目的或感到吃惊等种种不同情况在神经上的反应进行图解。这一研究被称为“神经经济学（Neuroeconomics）”。该研究显示，人体大脑中对投资结果的反应同一个吸毒上瘾者获得毒品和赌博人赢钱时的反应类似。这一学科还吸取了生物学上的一些新的研究成果。这些成果能够解释人类的一些直观反应和行为。这些反应和行为往往能够帮助人们避免灾祸，从而在人类的生存上起关键的作用。这种直观的反应和推断本能又往往导致人们在投资上作出非理性的决定！

行为金融学还有什么不足

目前，行为金融学仍然缺少一套统一的理论，将人类的行为同大脑的活动观察有机地联系在一起，以对人类的经济行为作出解释，并可用于对投资上应采取的行动或创造获利的投资交易机会进行模式规范。

行为金融学能够帮助创造投资交易良机

实际上，西方的许多共同基金管理公司都在其投资策略中实施和贯彻了不同程度的行为金融学的原理。美国著名的《投资杂志》2008 年对基金公司进行的一项调查中却发现，行为金融学的使用并没有使这些基金管理人在调查的时期中获得超乎寻常的投资回报。

其实，“价值投资”理念是建立在行为金融学的原理之上的。在很难说服投资者坚持投资的股市剧烈波动时期，使用以价值为基准的投资或反向投资的投资运作本身就需要有极坚强的意志。

投资者能从行为金融学中学到什么

投资者们从行为金融学中可以了解到他们在股市的熊市和牛市的情况下都很容易作出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过激的反应的事实。根据行为金融学的分析，坚持集中于长期投资策略的最好方法，是精密地制作出一个合理的投资决策，包括投资者本人投资回报的要求、风险承受度和投资产品上的限制等。这一投资决策在股市风平浪静和暴风骤雨的情况下，都可以成为客观指导投资者坚持既定投资方针的最重要的航标。

对基金经理来说，行为金融学可以提供什么有价值的信息

首先，基金经理应该考虑要在其投资组合中保持一定的流动性，限制组合的杠杆化，并在预测可能出现的市场危机时保留足够的可回旋余地。如果投资者非理性的行为可以为股市造成错误的估值，那么在情况有所好转之前，这种非理性的行为和所造成的影响需要经过相当长的时间才会逐渐消失。其次，即便是基于严谨的行为金融学的投资策略不十分成功，基金经理们也应进一步加强其现在的投资策略以避免羊群效应、过激反应、过分逃避风险以及其他会影响他们作出有效投资决定的本能反应。比如，由具有不同经验的人组成的投资委员会就可以产生不同的、新鲜的投资想法，以尽量减少整个委员会想法雷同的趋势。如果投资者能够预先设计出衡量其监视和控制一些本能行为上的自然倾向的程序，那么他们就会进一步改善投资决定的合理性和有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



富人投资产品的新宠：全功能投资管理账户[①]

20 世纪 90 年代，信息科技，包括互联网科技的迅猛发展为许多金融投资者带来了发财的好运。这一时期不仅产生了像微软总裁比尔·盖茨这样的超级富豪，还涌现了一大批"暴发户"。这些富有的新贵们将自己新获得的财富大批地投入证券市场，以期获得更高的投资回报。这些投资者越富有，财产规模越庞大，对金融投资产品的选择和符合自己特殊投资需求的专业性理财服务的质量要求也就越苛刻。在美国的金融投资界中，这一类投资者的大批涌现以及他们对各自的投资、理财上的服务需求，为金融投资新产品的不断创新提供了强大的推动力。

信息科技的发展也同时为金融投资者带来了许多苦恼。比如，名目繁多的金融产品、眼花缭乱的理财服务，包括网上的投资咨询和资产分配服务等，使许多金融投资者对如何选择最适应自己投资理财需求的金融产品和专业服务不知所措。此外，令美国所有投资者最为头痛的是投资所带来的税收负担。因此，越来越多的投资者希望对其投资所带来的税收状况有更直接的有效控制。

为了满足这类投资者的要求，全功能投资管理账户（Wrap Fee Managed Account）作为一个金融投资的新产品应运而生。据英国的《金融时报》报道，自从金融海啸爆发以来，对冲基金遭受了巨大冲击，麦道夫的行骗丑闻更使富有的投资者们的财富投资管理之道呈山穷水尽之势。在此情况下，全功能投资管理账户突然走红。近来，许多对冲基金投资者向提供全功能投资管理账户的资产管理公司索取了有关信息。对他们来讲，全功能投资管理账户的运营既透明又具有良好的流通性，是目前金融风暴中较为稳妥的投资形式。下面我简明扼要地介绍一下全功能投资管理账户的特点、优势及发展趋势。

---

① 全功能投资管理账户最近两年又兴盛起来，这里采用了前些年的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是全功能投资管理账户

全功能投资管理账户实际上是从个别管理账户（Separate Account）中衍生出来的。一般来讲，全功能投资管理账户由证券经纪公司负责发起和主持，为一个投资者设立一个专门的账户，并以此为其提供资产投资管理所需要的“一站购齐”式的各项服务，包括根据账户拥有者个人投资需求所特别制订的投资计划、投资策略、投资管理人的挑选、投资组合的管理、投资表现的衡量以及证券经纪业务等。投资者为所有这些服务所付的费用则都被“包裹”在一个费用里。也就是说，一个全功能投资管理账户的拥有者只需向账户发起人缴纳服务费用，而无需向各个为该账户提供服务的个人或机构分别付费。

一般来讲，主持发起全功能投资管理账户的金融机构按如下程序为投资者提供投资管理服务。

1. 对客户的经济需求提供全面细致的分析。
2. 根据这个分析为客户制订适当的投资目标。
3. 根据所制订的投资目标为客户挑选和监视管理客户资产的资产管理人。

全功能投资管理账户具有哪些优势

1. 同共同基金相比，全功能投资管理账户的优势在于其对客户资产的投资管理完全可以针对投资者个人的特别需求进行，也可以按客户的个人好恶对某些具体的投资工具加以限制（比如，如果客户是动物权力的倡导者，其账户就可限制对生产动物皮制品公司的股票的投资）。根据美国《1940 年投资公司法》的规定，全功能投资管理账户必须为客户提供控制该账户投资方面的权力，否则该账户就必须按共同基金的要求向政府进行注册。

2. 全功能投资管理账户可以为客户提供共同基金所无法提供的税收规划方面的灵活性。全功能投资管理账户的客户作为投资者，有权力使投资管理人根据其纳税的具体情况，有效地控制证券的买卖时机，从而最大限度地减少税收负担，而这一点是共同基金无法办到的。能够使其投资收益在最大限度上实现税收上的效益是吸引许多富有的投资者投资于全功能投资管理账户的原因之一。

3. 同共同基金相比，全功能投资管理账户为投资者提供了更高的投资透明度。一个全功能投资管理账户的拥有者直接拥有账户投资的各种证券，而不像一个投资于共同基金的投资者——只拥有共同基金的股份，却并不拥有共同基金所投资的各个证券。此外，一个全功能投资管理账户的客户可以每天随时随地地了解其所直接拥有的各个证券的股份情况。而共同基金对其投资者只需每半年将基金所投资的各类证券的股份情况向基金的投资者进行披露，而且经常是当这种披露报告送至客户手中时，基金投资证券的情况已发生了变化。

4. 在美国社会，拥有全功能投资管理账户是一个投资者社会地位的标志。由于建立全功能投资管理账户的始发资金额一般不得低于 10 万美元，能够建立这种账户的人自然属于社会上较富庶的阶层。此外，在社交场合上，当向人们谈论起自己的资产管理时，如果他说“美林在专门管理我的账户”，那么要比说“我拥有美林某共同基金的股份”而显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得更有身份和地位。

5. 全功能投资管理账户的服务费用同共同基金或其他个别管理账户的服务费用相比更具有竞争性。虽然全功能投资管理账户的服务费用因账户发起人的不同而不同，而且是根据账户资产额及其他参加账户管理的服务机构来决定的，但在很多情况下，全功能投资管理账户的服务费用并不比共同基金的管理费用高。从美国的共同基金投资业来看，一般带佣金的共同基金的全部管理费用经常会超过 1.5%，甚至不带佣金的共同基金的管理费用有时也会超过 1%。许多传统式的个别账户的管理费一般也经常为 1% 左右，而且还额外附加证券经纪费和其他有关的费用。相比来讲，全功能投资管理账户的平均费用大概是 2% 左右，有时甚至还会更低。特别是对那些资产额很高的管理账户来说，由于金融投资界的竞争愈演愈烈，全功能投资管理账户的服务费用只会越来越低。

全功能投资管理账户的发展趋势

考虑到以上所谈到的有关全功能投资管理账户的各项优势和益处，我们不难看出为什么全功能投资管理账户最近一两年在美国金融投资界的长势如此迅猛。根据美国资产管理协会（Money Management Institute）最近的估计，即便在股票市场处于低谷的 2000 年，投资于全功能投资管理账户的资产增长还是达到了 20%，其资产额达到近 3000 亿美元。此外，从 1997 年开始，全功能投资管理账户的资产增长率平均每年达到近 31%，而每个全功能投资管理账户的平均资产额已超过 50 万美元。

美国金融投资界认为，全功能投资管理账户资产额的未来增长趋势仍被十分看好，其年度增长率平均会达到 25% 左右。除了以上所谈到的全功能投资管理账户所具有的优势外，这种乐观估计还有以下三个依据。

1. 全功能投资管理账户基本上还属于一块未开垦的处女地。虽然到 2000 年为止，全功能投资管理账户的整个资产额已达到近 3000 亿美元，但同投资于共同基金的整个资产额相比仍只如浩瀚大海中的一滴水——投资于共同基金的资产额到 2000 年为止已达到近 8 万亿美元。因此，同共同基金的投资额相比，全功能投资管理账户的市场开发前景还十分广阔。

2. 越来越多的理财专家开始将注意力转向全功能投资管理账户。有迹象表明，从 2000 年纳斯达克股票市场崩溃以来，越来越多的理财专家倾力于出售全功能投资管理账户。这就明显意味着全功能投资管理账户的业务在不远的将来会有很大的发展。

3. 越来越多的富有的投资者将会转向由投资管理专业人员所管理的个人投资管理账户来进行资产投资。近两年来，股票市场的大幅度波动使越来越多的富有的投资者考虑雇用专业投资管理机构或个人来管理其资产投资。在很大程度上，这些投资者会更关心如何通过专业投资管理人的帮助来将自己的资产进行合理的分布，并有效地控制其投资风险。

此外，从美国金融界的角度来看，以前只有中小型投资管理机构对发展全功能投资管理账户业务感兴趣，而现在所有的大型共同基金公司和证券经纪公司已经开始注重发展全功能投资管理账户的业务，并已开始在这方面占主导地位。目前，在美国的全功能投资管理账户业务方面占主导地位的四大金融公司是美林、摩根斯坦利、保诚和美邦。这四个金融公司控制着整个全功能投资管理账户市场的 63% 的业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国金融投资界还预计，全功能投资管理账户将对共同基金投资业形成强有力的威胁，但另一方面，大批共同基金投资者抛弃共同基金的投资而转向全功能投资账户投资的现象还不可能很快发生。这主要是因为赎回共同基金的股份将会缴纳较高的税款。因此，大部分共同基金投资者不会因全功能投资管理账户的优势而很快放弃其在共同基金中的投资。热衷于全功能投资管理账户的投资者将主要来源于曾投资对冲基金的相对数量较少、但资金量大的富有投资者群体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何构建一个“不倒翁”式的投资组合

是通货膨胀还是通货紧缩？在目前全球经济走势不明朗的情况下，即便是顶尖的经济学家也无法就未来各国经济和股市的走向达成共识。

未来经济和股市的走向的不确定性给投资者带来了一个十分苦恼的问题，即如何构建一个在经济和股市前景难测的情况下较为稳妥的投资组合。一旦对未来的投资走势作出错误的判断，便会造成一失足成千古恨的后果。如果你的投资组合是为将来可能出现的通货紧缩的情况所构建的，那么如果出现了通货膨胀的情况，你的投资组合中的资产就会出现大幅度的亏损。较为明智的答案应该是，进行严密的调查、分析和研究，得出你对未来经济走势的最有把握的结论，然后根据这个结论来构筑你的投资组合。特别重要的是，在投资组合中一定要加进一部分避险或对冲的成分，以防你的结论出现错误。也就是说，如果在经济不确定期想赢得投资这场战争，你就必须在一定程度上准备让“作战的双方”都可能取得胜利。

采取这种构筑投资组合的方法意味着组合中的部分投资，不管经济和股市出现何种局势，都肯定出现亏损。这应该不是问题。就像购买保险一样，购买保险并不意味着你实际上肯定要使用它，但你仍然会购买。以下是三种基于美国国内经济和股市走向的投资组合构筑的建议，每一个组合中都有一定避险的投资成分。第一个推荐的投资组合是为可能出现的通货膨胀所构筑的，但是如果出现通货紧缩的话，该组合也不会出现灾难性的亏损。第二个投资组合是为那些担心将来会出现通货紧缩的投资者组建的，但也有为可能出现的通货膨胀提供的防范。第三个组合则是针对那些认为未来经济的走势会随人意，既不会出现严重的通货膨胀，也不会出现严重的通货紧缩的投资者的。这三个组合我们可以参见下图。

为通货膨胀准备的投资组合

如果你认为目前政府在对付金融危机中所投入市场的大笔资金最终将引发通货膨胀的话，就应该构筑一个在商品涨价时能够获取丰厚回报的投资组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。在这一组合中，商品应该是最主要考虑的投资选择，因为在通货膨胀的情况下，从石油到玉米到铜到猪肉，所有的商品价格都会上涨。另外，大宗商品，特别是黄金，还会起到对美元对冲避险的作用。这样的话，如果美元疲软伴随着通货膨胀的发生，你的投资组合将会获得一石两鸟的回报效益。对个人投资者来说，投资于大宗商品的期货合同确实是件麻烦的事，应该考虑那些专门投资于大宗商品的共同基金作为投资组合的一个组成部分。这类共同基金一般都会投资于工业及农业的各类大宗商品。此外，现金类投资在通货膨胀中也会带来很好的回报，哪怕这一选择好像在逻辑上行不通。这是因为，美联储在控制通货膨胀的措施中会不断地提升短期的利率，这就使拥有很多现金的投资者能够通过短期的定期存款或投资于货币市场基金而获得可观的利息。

美国一家著名的投资咨询顾问公司所作的一项调查显示，在过去的5次通货膨胀中，现金投资所获得的回报率同通货膨胀率等同，这意味着投资于这类现金货币的回报不会使其丧失购买能力。就定期储蓄的利率来讲，网上银行一般提供最高的定期储蓄利息率。

通胀保值国债（Treasury Inflation – Protected Securities）也是一个较好的投资选择，因为债券的本金会随着通货膨胀的上调而调整。这类投资也可通过共同基金来实现。

陡然的通货膨胀一般对股票来说是会产生副作用的，因为上升的利率会潜在地影响企业的利润率，从而阻碍经济增长。一些个别的股票也可能在这种情况下有出色的表现，比如能源和金属板块的股票，因为这些板块中的大宗商品的价格在通货膨胀时期会上涨，从而使生产这些大宗商品企业的利润有所上升。还应该考虑在定价能力方面有超强能力的一些公司，比如公共事业公司和生产特别原材料的企业等，包括开掘金矿的公司、生产石油的公司以及一些生产农业机械和种子化肥的公司。

在这一组合中所应包括的避险或对冲的部分是较为长期的国债或地方政府债券。这两种债券在通货紧缩的情况下都会暴涨，因为这两种债券所承诺的长期的固定支付在商品和工业生产的价格普遍出现下降时会变成十分有吸引力的收入来源。而在通货紧缩的情况下，美国国债会成为许多外国投资者的投资选择，从而使国债的价格进一步上升。

为通货紧缩准备的投资组合

为通货紧缩的可能性构筑投资组合较为容易：将大部分的资金投资于长期国债，并将其余部分购买现金货币投资产品，或一些地方政府债券。如果普遍出现通货紧缩，那么长期国债就很可能出现暴涨。这类国债的固定收入的长期承诺，在相对不断下降的消费品的价格中会变得越来越有吸引力。另外，一些投资级别的地方政府债权也会提供类似的投资回报，而且同时还会对那些高收入的人群提供相当的免税优惠。但是必须记住，在通货紧缩的情况下，美国联邦和地方政府的税收部门中过分依赖收缴服务费的公用服务事业的债券一般不会有好的表现。因此，应该选择那些投资级别为“必需”的公用事业服务，如水和排污等必需服务的公债。此外还有类似电和必需运行的政府服务，如法院等的建筑、房地产等的公债也可以。

在为通货紧缩构筑的投资组合中还应该保持相当的现金持有，因为在通货紧缩的情况下，在价格普遍下降时，银行中存有的大量现金相对来讲就会实现价值的增长。

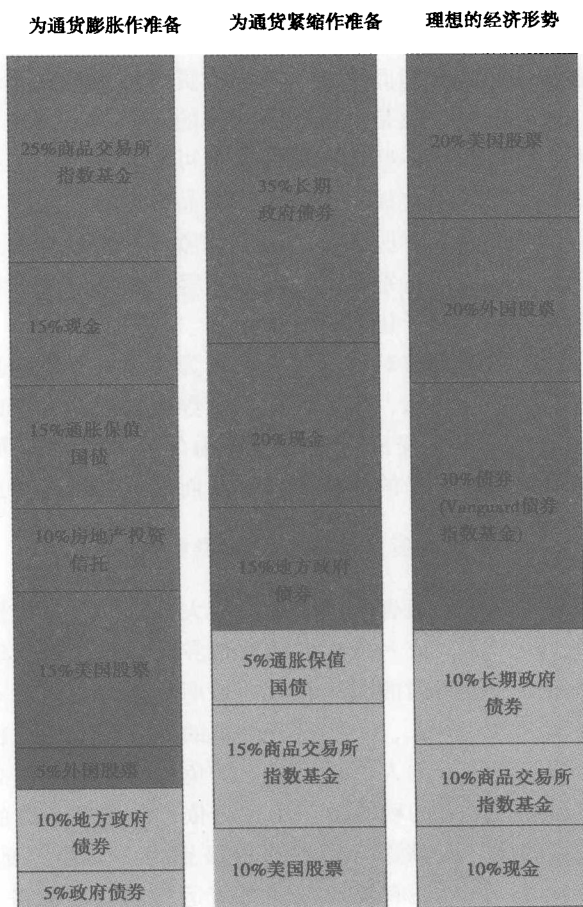
为通货紧缩准备的投资组合所应包括的对冲或避险的部分应该为对大宗商品一定份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资，因为大宗商品在可能出现的通货膨胀中反应最积极。同时，也应该持有一些通货膨胀保值的国债和一些消费必需品的股票。在通货膨胀出现的情况下，像可口可乐和生产牙膏的 colgate – palmolive 这样的公司会显现出其强有力的定价能力。

为理想的经济形势所准备的投资组合

如果全球各国的央行所采取的措施都奏效的话，那么全球的经济也可能既不会出现严重的通货膨胀，也不会出现严重的通货膨缩。美国大部分的经济学家认为，全球各国政府应对这次金融危机所采取的措施可能奏效的程度很高。因此，在全球范围内很可能出现比较温和的 1.5% ~2.5% 之间的通货膨胀。在这种较为理想的经济情况下，具有高风险度的投资组合会表现得最好。因此，股票和具有相当股票特点的债权应该是投资组合中的重点。这就意味着对大型和小型企业优质股集中投资的共同基金应该成为组合的重要组成部



"不倒翁"式的投资组合

注：深色部分表示主要投资组成部分，浅色部分表示为避险或对冲所设的投资组成部分。
投资者应分析经济走势并依此构建投资组合，同时也应加入一定保护措施以防实际情况与预测背道而驰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。同时，也应该将一部分资产投资于全球股票和新兴市场的共同基金。作为债券部分，投资者应该投资于那些着眼于高质量的中期企业债券和房地产贷款的投资基金，同时掺入一些政府及政府机构的债券。

这一组合所应包括的避险或对冲部分应该是：在出现通货膨胀的情况下，应该投资一定比例的大宗商品的 ETF①，同时为了避免出现通缩，也应该投资一部分长期的政府债券。在两种情况下，保持相当数量的现金也是一个明智的选择。

① ETF（Exchange Traded Fands）：交易型开放式指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇

跑赢大市

——投资心得点滴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



别让恐惧心理主导你的投资

随着美国经济衰退的开始及股市的剧烈震荡，许多投资者普遍存在恐惧和避免亏损的心理，往往在惊慌失措中偏离其预先制订的投资计划。许多投资者在股市的剧烈波动中迫于压力感到不得不采取行动。结果，他们在股市暴跌之后开始抛售股票，而在股市攀升时又开始买入，这恰恰是要实现长期投资优良绩效而应该避免的行为。

在过去的几十年中，美国一些研究行为经济学的专家深入地研究和分析了人们对不同的经济形势所作出的不同的反应，以及他们是如何根据自己的嗜好和经验消化和应用市场所提供的各种信息的。作为一个投资者，了解行为金融学的一些基本原理能够帮助你更好地了解感情用事如何影响你的投资决定。这样你就可以采取能够帮助你减少在投资决定中草率行事，并增加你投资组合回报的潜在的投资行为策略。

条件反射的投资行为

简单的人类精神心理学能够解释投资者一些条件反射式的投资行为。根据解剖学和心理学的分析，人们的贪婪及恐惧心理往往能够激发对刺激性事件的记忆力的强大力量，而这种反应来源于人的扁桃腺以上到大脑的部分。扁桃腺对外界的反应往往十分迅速而且能够快速地战胜并压倒前额叶皮质所产生的更为理性但更为缓慢的反应，而前额叶皮质正是大脑中产生理性和非感情所控制的思维及分析的器官。当感情用事的反应使大脑中更为复杂的理性的决定程序发生短路的时候而作出的投资决定及获得的绩效，就会可想而知总令人失望。对股市的各种信息作出感情冲动的反应，虽然可以满足人们需要采取行动的心理状态，但频繁的股票交易同成功的长线投资绩效并没有有机的联系。

除了感情冲动而采取行动以外，有关的研究还发现投资者很容易让一些无关紧要的数据和信息过分地影响其投资决定。麻省理工学院经济学教授 Dr. Ariely 做了一项实验，他让学生们将其社会保险号最后两位数字写下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，他让学生们对一系列的产品进行投注。实验结果显示，拥有较高的社会保险号的学生往往对产品下的赌注较大，而拥有较低社会保险号的学生则下的赌注较小。参加实验的学生对他们下赌注的产品的公平价值毫无所知，但他们的社会保险号的最后两位数给他们提供了一个潜意识的测量标准，而他们所能参考的数据范围是其潜意识的，这影响了他们对各类产品的相应价值所作出的判断。

在评审投资产品时，投资者一般用其购买的价格作为其评审的标准。一旦当你在脑海中有了一个标准的价格，它不仅会影响你对目前价格的看法，而且也会影响你对其未来价格的看法。如果一只股票的价格将下跌 50% 的话，许多投资者都会期望股价会回升到他们所购买的水平。这是因为他们所购买的股价成为他们决定价值的一个参考范围和框架，即便是该股票投资者在购买时其价值已经被高估。

这些例子表明，投资者在作决定时并不经常基于理性，他们往往会陷入一些心理的陷阱，过分关注短期的绩效而牺牲了长线投资的目标，产生错误的判断。

避免投资亏损

传统的投资理论是建立在投资者会对投资作出理性决定的这个假设基础之上的，他们总会低买高卖。从 20 世纪 70 年代开始，两位研究人员，即诺贝尔奖获得者 Daniel Kahneman 和他的同伴 Amos Tversky，对人类在经济和投资决定的制定过程中的本性进行了深入研究和分析。他们发现，在投资决定中，心理因素所产生的影响远远超过人们之前所认识到的程度。

通过各种实验，Kahneman 和 Tversky 发现投资者最强烈的驱动心理之一是避免亏损。他们做了如下的一个简单的实验：他们让学生在能够有 100% 的机会收到 3000 美元和有 80% 的机会赢得 4000 美元中作出选择。大部分学生说他们将选择接受 3000 美元，这是一个很理性的决定，因为这一选择没有任何风险。而当这两种选择反过来，即让学生在有 100% 的机会丢失 3000 美元和有 80% 的机会丢失 4000 美元中作出选择时，大部分都说他们会选择承担更大的亏损风险。这就是说，人们一般在没有盈利和肯定盈利之中，都会选择肯定盈利，而在肯定遭受损失和能够避免损失的两种选择中都更愿意选择避免损失，虽然这一损失相对而言更小。

一个投资者，如果能够严格地遵循一个适当确定的资产配置，而不是在不同的投资产品中挑来挑去，一味地追求盈利和避免亏损，就能够获得投资收益的最大潜力。其实在某年中表现绩效差的资产类在以后的岁月中也有可能有较为强劲的反弹。比如，在 2002 年，小盘股票在表 1 中显示了 20.5% 的亏损，可是在随后的一年里，小盘股出现了反弹，回报超过了早先的亏损。

表 1

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
大盘股	-7.8%	-12.5%	-21.7%	29.9%	11.4%	8.3%	15.5%	5.8%	-37.6%
小盘股	-3.0%	2.5%	-20.5%	47.3%	18.3%	4.6%	18.4%	-1.6%	-33.8%
国际股市	-14.0%	-21.2%	-15.7%	39.2%	20.7%	14.0%	26.9%	11.6%	-43.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然投资者在股市表现最糟的时候会遭受很大的亏损，但如果他们坚持不从股市中撤出，继续投资于股市，在股市反弹时他们就最有可能获得最佳的回报，获得长远的投资回报。

防止恐惧心理

恐惧心理是一个强而有力的心理因素，建立在恐惧心理之上的投资策略所产生的效果往往使投资者丧失市场反弹的良机。能够说明这一点的正是以上所举例的 Kahneman 和 Tversky 的结论，即人们更倾向于担心亏损而对同样的回报机会并不十分在意。

考虑一下 2000 年网络股泡沫破碎之后的时期：2001 年对股票类共同基金的投资几乎下降到 0。2002 年，大批投资者躲避股票类基金——许多投资者在股价跌至很低的时候抛售股票却遭受了真正的亏损，这正是其恐惧和担心股市及经济会继续低迷或进一步恶化而引起的结果。到 2003 年，标准普尔 500 指数攀升了 28%，这意味着充满恐惧心理而抛售了其股票的投资者丧失了在股市攀升时有最佳表现的获利机会。

有些投资者企图通过择时交易来控制和管理对亏损的恐惧和担心。当股市上扬时，他们不想错失获利的机会，便开始买入。当股市下跌时，他们又担心会亏损得更多而进行抛售。由于股票市场的回升往往是迅速和短暂的，这一策略很少能够成功。实际上，这会极大地影响其长期的投资表现。

应作出深思熟虑的投资决定

没有任何投资策略能够完全保证不遭受亏损。但是，更好地了解人类在投资行为中的一些嗜好、特性和心理状态，投资者能够对其情绪和感情进行更好地控制，从而使他们的投资组合有很好的长期投资绩效。如果作为一个投资者的你能够很好地了解这些人的冲动的心理状态的话，你就能够在进行投资时作出更深思熟虑的投资决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票和债券：谁能跑赢投资马拉松

剧烈震荡的股市为我们提供了一些警示：投资股票之后长期持有。这一基于坚信股票的回报率终究会超过通货膨胀率或债券收益率的“买入并持有（Buy and Hold）”的投资策略并不是一成不变的真理。最近，专门对债券和股票的投资回报进行历史性研究和比较的专家阿诺德先生（Mr. Arnault），在《指数月刊》中发表的一篇研究报告中公布了他对过去40年中美国股票和国债的收益率的比较研究。这篇报告根据统计对“股票的回报率从长远投资来看将超过任何其他投资产品回报率”的理念提出了质疑。他发现，到2009年2月底和3月底为止的40年的时间里，美国长期国债（Long－duration Bond）的收益率实际上略微超过美国股票的收益率。

这一统计数据证明，许多将要退休的美国人对其股票的投资绩效将会大失所望。但是，阿诺德先生也特别指出：“这并不是说我们认为在今后的10年、20年、30年或40年里，股票的回报率将低于长期国债的收益率，我们决没有得出这一结论。”同时，阿诺德先生指出，环绕在股票投资周围的神秘“光环”应该消失。“因为，股票对长期投资者来说总能够在回报上超过其他投资产品，这一理念本身是有致命缺陷的。另外，认为只要我们有足够的耐心，那么不管我们所购买股票的价钱是多少都无关紧要，这一理念本身也是愚蠢的。”

阿诺德先生以上的精辟分析和结论是很难被驳斥的。但是，我们必须记住这样一个事实：在以往股市走向的历史数据中，股票回报率超过债券收益率的次数是占绝大多数的。

虽然阿诺德先生所公布的统计数据是准确的，但如果我们看一看1929年以来股票和债券月季投资回报率的比较，就会发现，只有3个月的债券的收益率超过了股票的回报率。而在过去40年中的所有其他月季里，股票的回报率都超过了债券的收益率。因此，阿诺德先生的统计数据只能显示出目前是购买股票的大好时机。美国的股票经纪人长期以来都喜欢将股票的回报率同债券的收益率进行比较，并以此来对股票进行估值。这一做法的合理性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是值得探讨的。但是，如果股票所支付的红利超过债券的收益率，像目前这样，那么这一现象确实能够导致一个较为合理的结论——股票目前的估值确实十分便宜。

阿诺德先生所公布的数据将大家的注意力从股票投资转为债券投资。他的统计数据显示出，美国政府债券持续了将近1/4世纪的牛市已经变得越来越难以维持下去。但是，使债券的收益率降低的各种客观因素会长期存在。自从20世纪80年代初美国开始加强对通货膨胀率的控制以来，美国债券的收益率一直在持续下降，而它们的价格则在持续上涨，为那些持有债券的人带来可观的回报。同股票的走势相比，美国债券的收益率的走势一直呈下降的趋势。

长期债券的收益率被全球各个地区的金融业用来作为定价其他金融产品的“无风险”利率。在债券利率持续下降的趋势受到质疑、国债的收益率由于大批投资者寻求避风港而暴跌的情况下，企业和房地产贷款的市场就立刻出现了混乱。

从历史的数据来看，债券价格的最大影响因素一直是通货膨胀，因为通货膨胀会侵蚀债券所支付的固定收益的价值，而债券的收益率在20世纪70年代的通货膨胀被控制后开始下跌，带动债券价格上扬。最近，英国的零售价格指数表现出50年来第一次的连年通缩现象。如果整个发达国家经济体也像日本一样进入“失落的10年”的通缩期的话，那么债券的价格将会进一步上扬。

这种走势究竟能持续多久呢？世界各国政府不断大量发行债券以支付财政刺激方案带来的预算赤字，会压低债券的价格。各主要经济国家所采纳的财政扩大支出方案正是要避免走像日本那样经济衰退的道路，但这种做法很可能会导致通货膨胀，进而造成债券价格的下滑。

当然，以上的现象不会马上发生。目前的金融危机和经济衰退已经持续了两年多，并很可能还要持续一段时间。在布隆伯格（Bloom Berg）的计算机上推测未来债券收益率的走势会显示出在未来10年内收益率不会下降到1%。到那时，通货膨胀将会肆虐，收益率会急剧上升，债券价格迅速下跌，但几年之内这种现象还不太可能发生。

阿诺德先生的研究并不意味着“从现在起，债券应是长期投资者的选择”这一新结论的诞生，但是，“债券在未来相当一段时期内同股票相比可能是更好的投资选择”的这一结论将是投资者们应该予以认真考虑或可采纳的较为明智的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资全球房地产：机会成熟了

许多投资者对于投资国际型的债券与股票都比较熟悉，但是绝大部分投资者投资的房地产的投资组合或基金却只局限于自己所在的国家或地区。这一历来的投资偏好主要是由于投资于本国以外的房地产市场有许多实际困难。但是，目前已经出现的一些投资于全球房地产市场的新工具和投资选择为投资者投资全球房地产的需求提供了极其便利的条件。

根据已经投资于房地产方面有较长时间的美国退休金的经验来看，房地产同股票和其他另类投资产品相配合，可以产生超过退休金计划的收益支付承诺的投资回报。如同投资于股票和债券一样，投资于房地产市场在全球范围内可以比只投资某一个国家和地区的房地产市场提供更多的分散投资机会。实际上，在全球范围内房地产市场的关联性远远不如全球范围内各地区股票和债券的关联性。因此，投资全球房地产市场，从分散投资的角度来看，更有其科学性和合理性。房地产板块同股票和债券相比，同所在国家的经济情况联系得更为紧密。

房地产投资信托（REITs）和上市房地产股票驱使房地产市场全球化

自从1960年美国基金业创建了房地产投资信托（REITs）以来，世界上许多国家也都采用了REITs来进一步补充其股票和固定受益投资的产品线。过去，当投资者们对投资于全球发展中国家的投资策略感兴趣时，如果想投资国外的房地产市场，除非直接投资于房地产本身之外，没有其他选择。而直接投资国外房地产在后台作业和操作方面有很多困难，使许多直接房地产投资在20世纪七八十年代都以失败而告终。这一现象近年来得到了很大的改善，主要是由于全球REITs产品市场的飞速发展。

目前，REITs和其他类似的证券化的房地产投资产品在全球范围内越来越流行并备受欢迎。这些投资工具和产品不仅为投资者提供了税收上的优势，还可以提供专业基金经理进行管理的优势。这些投资工具都是包装在一个流动性很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强的投资工具之内。就美国的投资者来说，REITs 本身所获得的投资收益完全是免税的。因此，REITs 的发展和在全球范围内房地产上市股票中的迅速发展为投资者在全球范围内投资于这一类战略资产配置提供了新的投资机会。

为什么投资者应考虑投资于一个全球房地产的投资组合

在确认了投资于房地产这一资产类的价值之后，许多投资者只熟悉如何投资于本国的房地产市场。但是，现在越来越多的投资者开始研究国际房地产市场，并开始寻找通过投资全球房地产来进一步增加其投资组合的分散性和投资回报的途径和方法。以英国为例，英国的房地产市场大概是全球房地产市场的 5%，英国的投资者如果只将其房地产的投资局限于英国的本土市场，就会丧失投资于全球房地产市场的 95% 的机会，而且投资本国房地产市场过于集中，风险性也就更高。这种例子不仅局限于占比例很少的房地产市场，即便是占全球房地产投资市场 35% 的美国，如果美国的房地产投资者只投资于本国的房地产市场，也会丧失 65% 的潜在投资机会。

向全球房地产投资的结构性转变

近年来，房地产投资组合吸引了许多投资者的投资资金，在指数中的比重也开始逐渐增加，反映了向全球房地产投资的结构性转变。更重要的是，随着投资机会的增加，越来越多的大型机构投资者也开始进行全球房地产的资产类配置。根据欧洲公共房地产协会对全球共同基金市场的统计，这一发展趋势是最近几年才发生的。再用英国作为例子，图 1 显示了过去近 30 年来英国退休金保险资金对房地产组合投资的数据，而其目前对房地产的资产配置几乎达到了历史上的最低水平。

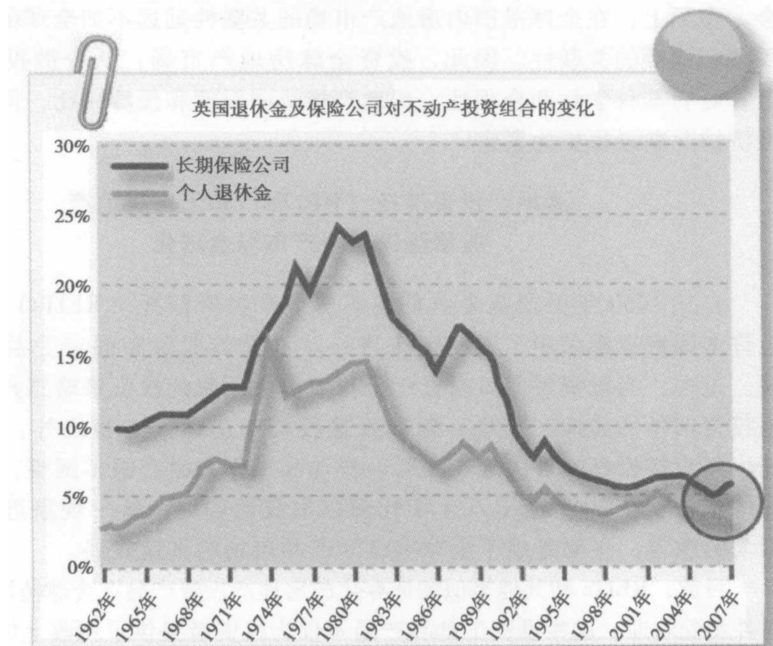


图 1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，根据美国退休金房地产协会的一项统计，投资于房地产的退休金计划数量在过去的十几年中逐渐有所增加。目前，房地产的资产配置只占 7.6%，而投资于房地产的退休金计划所制订的投资标的平均为 9.1%。如果退休金计划对房地产的资产配置增加到 9.1%，就意味着大概有 480 亿美元的退休金资金要投入到这一资产类之中。图 2 显示了这一较低的资产配置程度，而图 3 进一步显示了欧洲投资者可以继续加强其房地产资产配置的潜力。

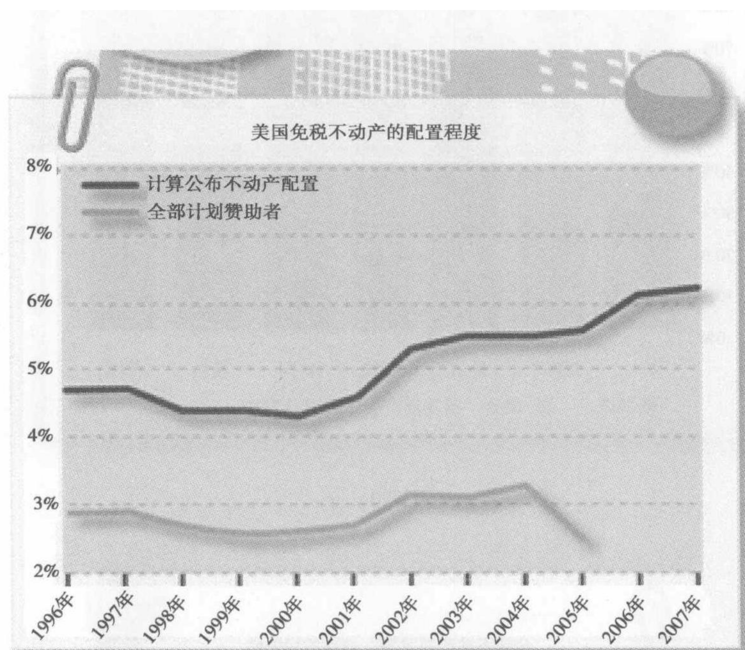


图 2

资料来源：PREA。

房地产资产的独有特点为投资者提供分散投资的巨大好处

大部分战略资产配置主要包括 3 个传统的资产类——股票、债券和现金。将投资范围拓展至超过这 3 个传统的资产类会大大改进风险与回报的特点及战略资产配置的分散投资布局。图 4 展示了各主要资产类之间关联度的相关效用性，而表 1 则展示了 REITs 同债券与股票之间长期的关联度。近年来，REITs 同股票之间愈来愈高的关联度很可能是 REITs 在各股票指数中比重逐渐增加所造成的。最近发生的金融危机更是显示了全球各地区和国家之间的关联度是多么高，特别是当我们遇到了较为长期的经济衰退和熊市的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

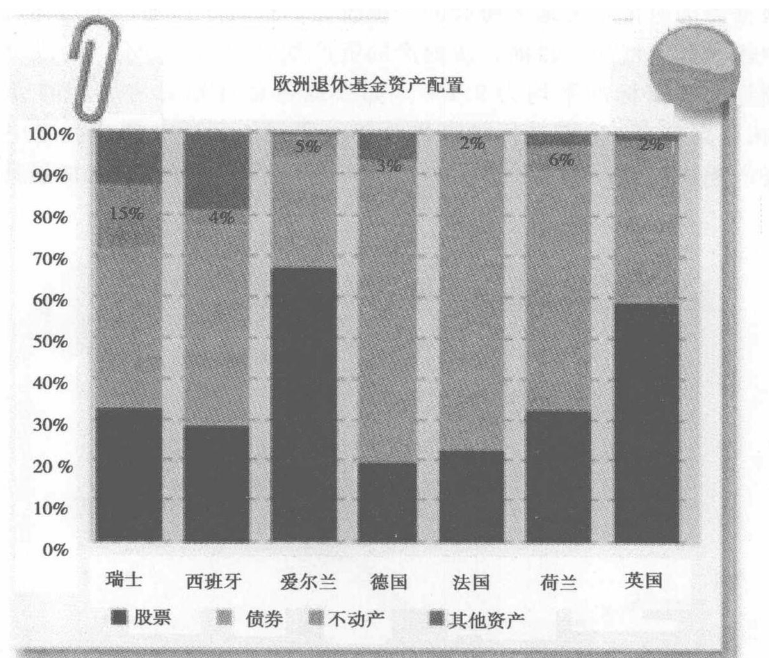


图 3

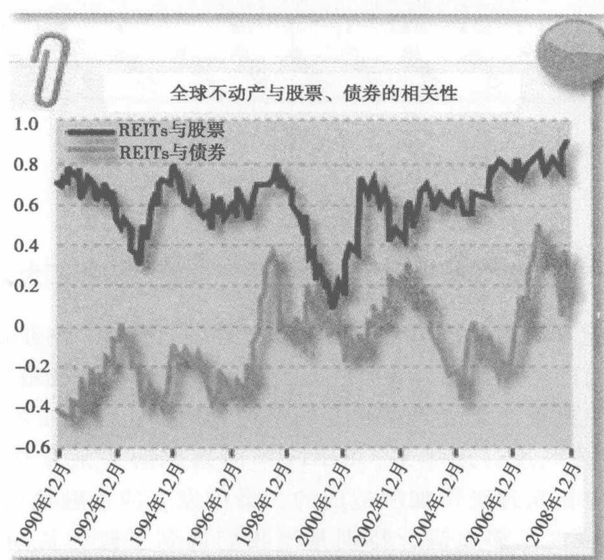


图 4

资料来源：UBS。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从整个资产类的角度来看，各类数据显示出全球的房地产在大多数情况下同传统的股票与债券等资产类的关联度是极低的。同时，我们也应该充分认识到房地产的混合性质。对于上市的房地产股票来说，它们具有较为长期的投资时间，因此它们具有同债券类似的特点。但是 REITs 同时又具有像股票那样能够产生高投资回报的潜力。这一混合的特点是，房地产作为投资的一个资产类别，同其他传统的投资资产类别相比较而言能够为投资者提供更多的分散投资的益处。

表 1　　各主要资产相关系数

	现金	美国债券	非美国债券	美国大型公司股票	美国小型公司股票	非美国股票	全球不动产
现金	1.00	0.14	-0.02	0.13	0.02	-0.02	-0.04
美国债券	0.14	1	0.48	0.15	0.03	0.11	0.21
非美国债券	-0.02	0.48	1	0.06	0	0.35	0.32
美国大型公司股票	0.13	0.15	0.06	1	0.77	0.69	0.59
美国小型公司股票	0.02	0.03	0	0.77	1	0.61	0.59
非美国股票	-0.02	0.11	0.35	0.69	0.61	1	0.74
全球不动产	-0.04	0.21	0.32	0.59	0.59	0.74	1

资料来源：Zephyr Styte Adviser. T. Rowe Price。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



熊市伊始的全球资产配置

对全球股票市场的展望

在2008年的剩余时间里，全球的股票市场将继续震荡不定，经济增长很可能减缓。其中，发达国家的经济增长将遭受最大的打击。美国等发达国家的消费者将会受到较高的通货膨胀和进一步缩紧的信贷市场的双重压力。通货膨胀主要表现在食品和能源方面，而信贷的紧缩则是次级贷危机的余波使美国的贷款机构仍然处于较为脆弱的状态。美国的经济将很可能继续表现疲软，而且有可能波及欧洲和日本。由于发达国家的国民经济总产值的总和要占全世界国民经济总产值总和的3/4，发达国家地区经济增长减缓对全球经济的影响将会很严重。但是，另一方面，不管是从历史角度还是同其他资产类别的价值相比较来看，欧洲和美国的股票市场目前的估值水平趋于合理。因此，在全球资产的配置中，应继续投资于发达国家市场中那些具有良好的管理机制、强劲的市场优势和份额和即便是在经济减缓的形势下仍相对来说具有较好成长前景的行业。

就新兴市场而言，同发达国家市场相比，新兴市场国家的经济前景虽然也受到不断增长的通货膨胀的威胁，但仍然较为乐观。在新兴市场中，虽然向发达国家的出口将很难继续成为经济发展的动力，但内需的进一步扩大将促进财富的积累和增长。这已经明显地表现在许多新兴市场国民经济总产值的迅速增长中了。许多新兴市场国家的政府大大加强了基础设施建设方面的公共投资，向其经济注入了大量的资本。但是，另一方面，许多央行在提高利率，而且通货膨胀也由于劳工市场的紧缩和工资的增长而进一步恶化。在这种较为严峻的情况下，短期之内经济的增长在新兴市场中很可能要比目前的发展水平进一步减缓。但从长期的结构性增长来看，这些国家和地区的经济将会在短期减缓增长之后继续成为全球经济增长的主要动力。因此，在全球的资产配置中，我们应继续对新兴市场相对地超配，特别是在拉美地区。这一地区的通货膨胀压力似乎不像其他地区那样大。因此，应选择那些具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期成长潜力的个股。

我们就美国、欧洲和新兴市场的具体经济形势进行如下分析。

（一）美国

美国的经济发展大概减缓到1%～2%的水平。在最近的一个月中，美国的国民经济总产值增长了1.9%。因此，我们认为，美国经济硬着陆的可能性有所增加。但另一方面，出口的强劲增长在一定程度上抵消了美国金融市场紧缩的负面影响，而房地产已经出现了趋于平稳的迹象，导致通胀趋势减缓。就股票的估值水平来看，如果美国通货膨胀的趋势开始减缓，经济比预计的要提前好转的话，那么股票的市盈率将会有所提高，但目前的估值水平仍是很好的价值投资机会。从整个市场的股市心态来看，仍然有很多不解的问题。美国消费者的花销是使经济增长的关键，但美国经济衰退的风险已渗入证券市场。我们认为，目前股票市场所考虑进去的仍然是经济增长的减缓而不是完全的经济衰退。总之，纵观美国的形势，我们认为资产应低配美国。

（二）欧洲

欧洲的28个国家情况迥异——原东欧国家新兴地区的经济有相对高的增长，而欧洲核心发达国家经济的增长已经减缓。在货币紧缩政策的作用下，经济形势趋于严峻。经济增长更多依赖于发展中的市场，更少依赖于美国市场。欧洲的经济整体来看很可能陷入衰退，企业利润的增长很可能会受到欧元货币坚挺及高能源价格的掣肘。欧洲地区的股票估值水平，从历史水平来看仍然很便宜。欧洲地区内的市场也不是铁板一块，其心态按地区有所不同：英国和德国表现较为疲软，而俄罗斯和新兴东欧国家则仍有较为强劲的增长潜力。总体来讲，欧洲地区公司的管理更为良好，美国与欧洲之间股票价值的差距也在减少。经济的全球化使欧洲的劳动力成本在降低，而工作的时间也在延长。

（三）新兴市场

这个地区的经济总体来看由于受到发达国家经济增长减缓的影响，在短期内会受到一些比较严峻的挑战。但是从长期的投资机会来看，新兴市场提供着最为乐观的机会。同发达国家经济相比较，新兴市场国家经济增长减缓的程度明显小。通货膨胀是一个令人担忧的因素，主要是在食品和汽油的价格方面。但是就新兴国家地区来看，通货膨胀的水平也不一样。比如，拉丁美洲的通货膨胀率最低，而中东地区却最高。中东地区的中央银行一直积极采取行动，并采取一系列货币紧缩的政策措施以尽量避免通货膨胀的出现。总体来讲，新兴市场地区的通货膨胀压力在减小。我们认为货币紧缩的政策已近尾声。新兴市场地区证券市场的估值也在降低，企业收益有降低的趋势，但由于企业机构和经济生产架构的原因，新兴市场地区的企业收益同发达国家企业收益比较来看会有更好的增长前景。因此，新兴市场地区中有许多价值型投资机会。总体来讲，新兴市场国家本身以大力投资基础设施建设带动的长期性经济增长会延续下去。因此，我们在中期、长期内看好新兴市场。新兴市场的宏观政策基本上是有利于经济发展的，而发达国家很难同较为积极的刺激经济增长的国家相竞争。

从全球股市的市值份额来分析，全球股市的市值大概在28万亿美元左右。从表1中我们可以看到，美国股票市场占全球股票市场市值的42%。这一数据实际上并不能准确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地反映目前整个全球的经济局势。如果从全球国民经济总值的份额来看，更重要的是从全球各不同地区的国民经济总值的增长率来看，新兴市场地区的国民经济总值和国民经济总值增长的比率所占的份额在不断显著提高。必须指出，新兴市场地区的国民经济总值的份额只占全球国民经济总值份额的30%；该地区的股票市场的市值，只占全球股票市场市值的12%。但从全球国民经济总值的增长份额来看，该地区的增长率却占全球的50%，这还是一个非常保守的估计。因此，从未来的经济增长来看，50%以上的经济增长将来自新兴市场国家。这就为全球范围内进行资产配置要具有灵活的策略，进行相应的调整提供了有利的证据。就2008年每股收益增长估值和市盈率的估值来看，新兴市场的增长速度要远远超过发达国家，但从估值的角度来讲，风险溢价还是很具潜力的。因此，从全球范围内来看，股票的估值和市盈率将会达到较为合理的水平。

表1

	全球市值份额	占全球国民生产总值份额	2008年全球国民生产总值增长估计份额	2008年国民生产总值增长估计	2008年每股收益增长估计	2008年市盈率估计
欧洲[2]	29%	22%	28%	1.6%	4.7%	11.1×
美国	42%	24%	6%	1.1%	9.7%	14.8×
日本	9%	8%	8%	1.0%	-0.1%	15.8×
新兴市场	12%	30%	50%	5.7%	28.9%	11.2×
合计	28.10万亿美元[4]	60.10万亿美元	91%[1]	3.3%[3]	9.6%[3]	13.1×[3]

1. Does not total 100% as residual percentage is derived outside regions that are shown.
2. The Europe figures are for the European Union only.
3. Based on UBS giobal estimates.
4. Based on MSCI free float adjusted market cap.

资料来源：MSCI，Morgan Stanley，IMF，UBS。数据截至2008年6月30日。

表2为我们提供了各主要国家和地区的央行利率、10年政府债券收益率、消费物价指数等信息。首先我们看到，各个国家短期的央行利率都在增长。美联储已经表示，他们将进一步采取货币紧缩的政策——虽然我们不认为他们在近期内会提高利率。在未来的12个月中，我们认为美联储会进一步提高利率。从消费物价指数来看，这一方面是最令人担心的部分，所显示出的通货膨胀增长率都比各个主要央行所预期的增长率要快。美国的通货膨胀率大概是2%～2.5%，欧洲的目标是2%，但现在已经超过了将近4%。中国的通货膨胀率实际超过5%，但最大的问题是实际利率是负值，即利率比通货膨胀率要低。这就为全球各地的许多企业如何为下一个年度的业务发展进行预算提供了更具挑战性的环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2

	中央银行利率	10 年政府债券收益率	2008 年消费物价指数（按年）	2008 年国民生产总值增长估计	经常账户余额（占 2008 年国民生产总值情况）	失业率
美国	2.00%	3.96%	4.2%	1.10%	-4.90%	5.5%
日本	0.50%	1.66%	1.4%	1.00%	4.10%	4.0%
英国	5.00%	4.66%	3.4%	1.60%	-4.10%	5.3%
欧元地区	4.00%	4.12	2.7%	1.60%	0.30%	7.2%
中国	3.50%	4.33%	5.0%	9.80%	9.80%	9.5%
俄罗斯	10.25%	6.59%	12.5%	7.20%	5.20%	6.4%
巴西	11.75%	6.16%	5.1%	4.60%	-1.10%	7.9%
印度	6.00%	8.43%	5.8%	7.70%	-2.90%	7.2%

注：数据截至 2008 年 6 月 30 日。

图 1 和图 2 分别显示了全球各区域市场表现的比较和全球范围内各个板块的市场表现的比较。从图 1 我们可以看到，从 2007 年 6 月到 2008 年 6 月这一年的时间里，新兴市场的表现远远超过了全球世界指数和欧洲、日本、美国的市场指数。从图 2 各个板块的市场表现来看，能源和原材料有了最明显的增长，而金融业则由于发达国家特别是美国和欧洲地区金融市场受到次贷危机的影响而受到牵连。

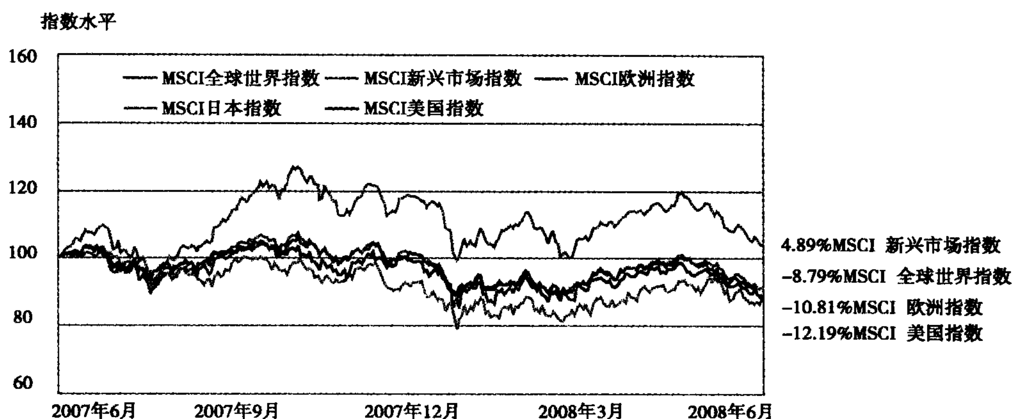


图 1

注：数据截至 2008 年 6 月 30 日前的 12 个月。

板块与行业的分散投资和个股选择

以上的分析显示了目前世界各地的股票市场中，有很多具有潜力的价值投资机会。下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

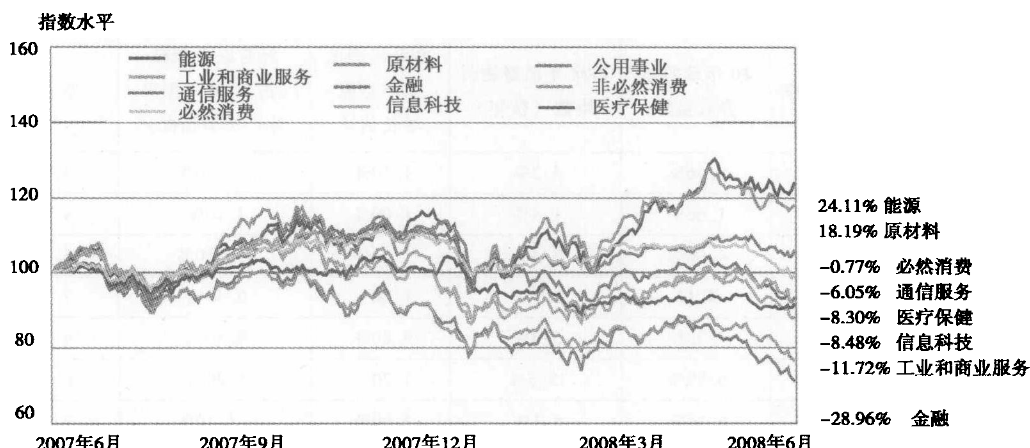


图 2

面我们在能源、金融和科技电信 3 个板块中分析一下如何寻找具有良好价值的具体的投资选择。

（一） 能源板块

能源板块方面，在全球范围内，我们通过基本面的研究主要投资于两种类型的公司：(1) 具有很高的原油生产增长能力，并且有先进的设备和足够人力的公司。它能够比其他公司在勘探采油方面做得更为出色。(2) 能够得益于对能源进行更多开采和生产的公司。从短期来讲，促使能源市场发展的有两个因素：一个是在炼油和输油管方面亟待投资和拓展；另一个是来自于像中国这样的新兴市场国家对能源不断增长的强烈需求。

如果中国在对能源的需求方面和人均消费的标准方面完全步其他发达国家的后尘的话，那么中国对原油的需求将有巨大的增长潜力。随着中国工业化的快速发展，它对运输方面的原料就会有不断增长的需求。越来越多的中国人也想像西方国家的居民一样拥有汽车。因此，如果 1/3 的中国人达到日本或韩国汽车保有的水平的话，那么还要两个沙特阿拉伯才能够满足中国对原油需求的增长。最终解决原油短缺的办法不是原油的生产而是储存。

具有综合开采能力和生产能力的石油公司有足够的现金可以为业务的开发进行投资，而在输油管和炼油的能力方面，目前的投资水平还远远不够。因此，能源服务公司也会因此而得益。法国的综合石油开采公司斯伦贝谢公司在能源服务方面已达到世界最好水平，而且公司管理得当，拥有合理、多元化的业务线，在全球范围内有很强的开采能力和勘探能力，企业收入有强劲的增长潜力。它在油田的勘探方面同其他竞争者相比有着明显的优势。该公司的利润率不断得以改善。目前的股票估值虽然并不便宜，但也还合理。斯伦贝谢公司是全球领先的油田服务公司，在全球范围内能够为石油和天然气公司提供优质服务。而且，斯伦贝谢公司的研究和工程设备也完全处于世界领先的地位。同时，该公司非常重视对环境污染的控制，力图为客户提供在保证环境安全基础上的产品服务和其他业务上的解决方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）金融业

就全球范围内的金融板块来说，我们一般寻求投资于以下三类公司：（1）快速增长的经济体中的商业银行，比如爱尔兰的盎格鲁—爱尔兰银行和欧洲其他快速发展的边缘经济国家及拉美国家的一些商业银行。（2）类似于瑞银、高盛等世界领先的资本市场公司。这些公司的并购活动和私募基金业务为其提供了强劲的增长趋势和潜力。（3）私有财富管理公司，如朱利叶斯—贝尔这类公司大大得益于全球人口中不断增长的富有阶层，为他们提供高端的金融服务。快速发展经济体中的商业银行利率很低，这使它们提供的贷款受到普遍的欢迎并有巨大的增长潜力。在资本市场方面，合理的并购环境和不断增长的股票交易活动为它们提供了很好的发展机会。就资产管理公司来讲，全球越来越多的富有人口为投资管理和私人银行服务提出了更高的要求，对这类服务的需求也在迅猛增长。只要能够在较长的时间内保持一种较低利率的环境和较为合理的股票估值水平（即市盈率低和股票回收率高）的环境，企业并购和私募基金的活动就会继续强劲发展。在这种情况下，资本市场公司就将获益匪浅。在金融板块中，拉丁美洲、中东一些发展较快的市场和前东欧国家的新兴边缘市场中的商业银行目前提供着最为可观的投资机会。这一板块中较为出色的范例是诺特金融集团。这是一家墨西哥的商业银行。该银行充分利用墨西哥目前不断改善的经济发展条件和不断增长的人口富裕程度，大力发展贷款业务，目前已获得超过20%的增长，主要表现在信用卡、消费者贷款和房地产贷款方面。其银行的资产质量也非常优秀，股票回收率（ROE）超过20%而且仍在持续不断增长，并在未来几年中会继续有所改进。该银行是墨西哥的领先银行集团之一，提供诸如银行贷款投资和货币交换等多种金融服务，在全墨西哥拥有1 000多家分行和3500多个取款机。它所提供金融服务的对象包括零售、商场、企业和政府。自从2000年以来，诺特集团通过一系列大胆的并购活动，成功地在业务量方面获得巨大的增长。

（三）科技电信业

经济的全球化进一步触动了全球范围内的信息流通并加速了对全球范围内可靠、高速的互联网的需求。这其中主要包括数码信息传递、电话电信服务和电子科技三个行业。越来越多的媒体将会通过越来越发达的“手持电子器械”的非传统渠道进行信息传递。具体来讲，我们主要是寻求两类公司：（1）在渗透率很低的市场中提供无线电话服务的公司。当渗透率低时，就有很好的利润增长前景。在市场渗透率超过60%之后，收益的增长前景就会减缓，因为各竞争者开始在价格上进行竞争。（2）在渗透率很高的市场中，我们主要寻求有创新技术的电子科技公司。比如，越来越多的“手持电器”开始将更多的数据、电视和网上服务提供给消费者。因此，提供这方面服务的公司就需要有更多的电讯塔和更多的信息转送渠道和工具。另外，在全球范围内，广告方面的开销也在逐渐增长，但广告的传播媒体却从传统的媒体转向网上的传播渠道。在这种情况下，什么样的公司会获利呢？显然是像谷歌、恶魔全球及其他类似的公司。

在研究无线电讯服务公司和无线服务渗透率的时候，主要注意力应放在对已形成的规则和规范进行识别。因为随着市场的发展，这方面的业务将遵循一条可以预料的发展途径，这实际上是得益于全球化的一个表现。在渗透率较低的市场中，产品和服务的价格并不是竞争的基础。使用客户数量的增长主要驱动利润的增长。超过60%的渗透率之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品和服务在价格方面的竞争开始出现。这时对提供服务的公司来说，利润的增长就开始减缓，这也正是该抛售这类公司的时候。在这类市场中，我们主要是投资于较为成功的、能够不断创新和发明从而使新科技更有效地为客户服务的公司。

经济全球化的主要影响

目前正在不断展开的经济全球化是采取全球投资方式和方法的最主要的宏观驱动力。随着经济的全球化，各类经济产品的进出口流动更为顺畅，各地区之间的各种关卡逐渐减少。其结果之一是优良的企业运营和商业运营的方式和方法在世界各地得以广泛流传和推广。这其中包括最新科技的使用，对供应商渠道的更好的开发利用以及企业管理等。在资本的配置方面，经济的全球化在逐渐减少各地区和国家之间的纷争和不同意见，为资本市场带来了更多的资本流通渠道。全球化还进一步推动了信息的流通和对基础设施方面的投资。这就自然导致了在许多不同的板块中创造新的投资机会。

实际上，全球化的概念并不是一个崭新的概念。18 世纪时，经济全球化就已经开始，但目前经济全球化的新的层面和含意、全球化的范围等是史无前例的，特别是全球化已迅速渗入亚洲和中东地区。在众多的行业中，其明显的益处得以迅速显现。全球化最大的影响之一是为股东提供和创造更多的价值，在全球范围内的企业管理当中得到越来越统一的重视和强调。

全球化的另一个结果是不同地区之间企业的收益越来越互相影响，而证券市场的关联性也在逐渐增强。如果各证券市场是完全独立的，那么投资者就可以在以不同地区为主题的组合中进行更为有效的资产配置。但现实是全球的证券市场越来越紧密地互相影响，因此进行行业分析和投资组合构建时必须综合考虑这一现象。

然而，在各板块的互联性方面，比如医疗卫生和公用事业板块，其循环性很大，但从长远来看，几乎没有什么关联性趋势。反之，行业之间内部的互联性越来越强。在各行业之内进行仔细分析，比如将一个金融公司同世界另一个地区的金融公司相比较，我们就会发现他们的商业行为和利润结果越来越相像。

就地区间的关联性来讲，虽然各地区证券市场的关联性仍然参差不齐，但分别投资于各个不同地区的投资组合同有机统一地在全球范围内进行投资相比较，优势已经在逐渐减弱。就不断增长的行业之间的互联性来讲，如果采取一个区域性的对某一个个股的分析方法，那么在行业内部之间的关联性逐渐加强的情况下，其有效性就会越来越受到影响。也就是说，我们对一个行业内的公司不断增长的业务上的相似性应该越来越重视，从而更有利于采取统一的全球范围内有机的投资方式。

总之，由于经济不断全球化，优良的商业运营和企业运营方式很快得以在全球范围内推广和使用，从而导致商业和企业运营的规则和方式得以在全球内获得重复，对行业的结构和市场的趋势采取全球综合性的有机分析方式能够获得很大的优势。

全球的资产配置策略

根据以上对全球经济的分析，我们认为在目前的经济形势下，全球的资产配置应该采取如下的策略（见图 1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）股票和债券

在股票和债券之间，我们超配股票。虽然美国的经济增长开始减缓，最近的市场走向使许多股票的价格大幅度下降，基于许多股票具有吸引力的估值、低利率及美国在财政上采取的种种刺激措施对今后 12～18 个月的经济发展产生积极影响，我们进一步增加了对股票的超配。增高的成本价格和信贷的紧缩将对企业的利润产生负面影响。

（二）美国股票和非美国股票

在非美国股票市场上，我们在发达股票市场和新兴市场中基本上采取中性的配置策略。虽然美国以外的企业在基于出口所获得的利润方面会由于货币的升值而受到很大的压力，但股票的估值还是较为合理的。根据目前的股票估值水平，新兴市场在其地区的经济发展中基本上合理地表现了经济发展的预期速度。

（三）大盘成长和大盘价值

由于相对的估值和企业利润增长的预期更有利于成长板块的前景，我们目前超配成长型股票而不是价值性股票。在经济增长减缓的情况下，高质量的成长型公司和企业，特别是大盘股的企业，提供相似和较为持续的利润增长，而其他类型的公司利润的增长速度将会相对减缓。我们最近减少了对成长型股票的超配程度。虽然相对价值型股票来说我们继续超配成长型股票，但我们在这一方面的分析已经有稍许的变化。

（四）小盘股和大盘股

我们目前低配小盘股，因为相对大盘股的股票来说，小盘股的价格过高。大盘股的股票应该得益于美国以外的其他地区经济的更快速的发展。

（五）投资级的固定收入产品和高收益率的债券产品

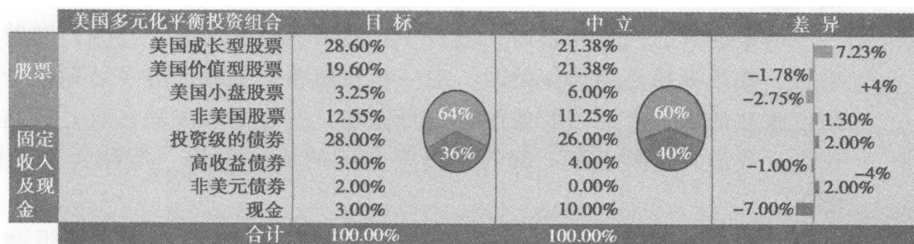
我们低配高收益率的债券产品而相对超配投资级的债券产品，因为高收益率的债券产品的基本面和技术指标充满着不定因素。

（六）投资级的债券和非美元债券

我们目前低配非美元的债券，相对超配投资级的债券。因为我们注意到在相当一段美元贬值时期之后，美元的兑换率将有趋于平稳的可能。我们还认为全球各地央行对控制通货膨胀所将采取的措施以及相关对利息率提高的压力将对非美元的债券产生负面影响。

（七）投资级的债券和新兴市场债券

我们在新兴市场债券和投资级的债券之间采取中性的配置策略。我们认为，新兴市场的中央银行为控制通货膨胀所将采取的提高利率的负面影响将被具有吸引力的相对的债券收益所抵消。



	美国多元化平衡投资组合	目标	中立	差异
股票	美国成长型股票	28.60%	21.38%	7.23%
	美国价值型股票	19.60%	21.38%	–1.78%
	美国小盘股票	3.25%	6.00%	–2.75%
	非美国股票	12.55%	11.25%	1.30%
固定收入及现金	投资级的债券	28.00%	26.00%	2.00%
	高收益债券	3.00%	4.00%	–1.00%
	非美元债券	2.00%	0.00%	2.00%
	现金	3.00%	10.00%	–7.00%
	合计	100.00%	100.00%	

图 1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



退休储蓄的投资关键是股票

最近由金融危机所触发的熊市，使股票投资面临愈来愈大的压力。基于对市场走向的担心，一些投资者开始大量减少股票投资，或采取一些类似的措施，以防止在短期内造成更大的投资损失。但是，人们往往会忘记为退休进行储蓄和投资是需要采取长期一致的策略。

当市场下跌时，人们往往过于把注意力集中在市场短期的表现及对投资的影响上，忽视了在退休储蓄投资的长线操作中，熊市只是一个时间相对短的现象的历史事实。如果在市场下跌时就草率地对自己的退休储蓄投资组合进行重大修改，是短视的。从为将来漫长的退休生活提供足够的退休收入的角度来看，这也不是最佳的投资策略。投资的历史经验反复证明：为了在将来漫长的退休生活中确保有足够的退休收入，关键是要将重点放在对股票的投资运作中。

选择适当的资产配置

在计划为将来退休生活进行储蓄和投资的时候，我们首先应该从选择一个适合个人经济收入和财务状况的资产配置开始。这个资产配置主要应包括股票与债券两种不同资产类的投资产品。根据普信资产管理公司长期服务于美国退休金市场的经验，将股票与债券在组合中的投资比例逐渐随着投资人年岁的增长来进行适当调整，是达到构筑和保证退休储蓄组合最大价值的有效方法。

一般而言，当你年轻时，投资中对股票的配置应占大部分。随着年龄的增长，在逐渐接近退休年龄时，应一步步地将股票和债券及短期现金或其他固定收益的投资产品之间的配置进行调整，并逐渐加大固定收益产品的投资比重。我们将这种逐渐下调股票投资比例的策略称为“滑翔台”策略（见图 1）。

从历史的角度来看，在 20 年以上的投资期间，股票的投资报酬率均超过其他资产的投资报酬率。以此为前提，滑翔台策略是在退休储蓄计划刚刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

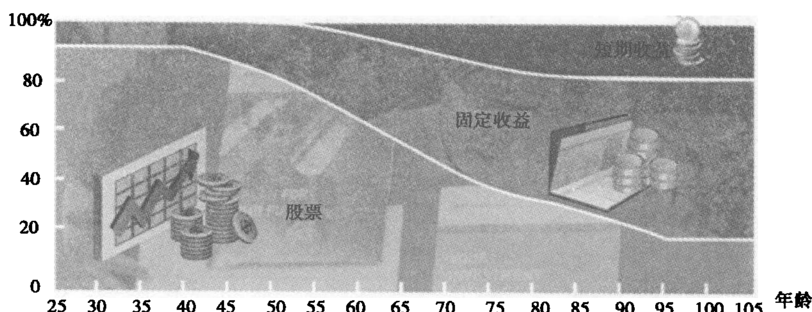


图 1 滑翔台策略图

开始的初期阶段对股票进行相对较重的配置。这种资产配置的策略能够让你在几十年的长期投资期限中，即使这段期间内有较为严重的熊市出现，依然可以获得比其他较为保守的资产配置组合更佳的投资报酬。此外，当你逐渐接近退休年龄或已经退休时，股票的投资比重应该图 1 逐渐减少，而逐渐提高固定收益的投资，以便有效地控制储蓄投资组合的波动风险。在这个策略中，对股票投资比重的改变，主要是充分考虑到当离退休时间非常接近或已退休后，投资组合对短期投资风险波动会更加敏感，也更容易受到短期市场下跌的危害，因为这个时候投资者的经济来源依赖从投资组合中定期提取现金。

然而，即便在退休后，投资者依然需要保持一定比例配置的股票投资。因为医疗条件的改善，人类的寿命在逐渐延长，在美国这样的发达国家中，退休年限很可能会长达 30 年或者更长，所以在退休储蓄组合中必须要有足够的储蓄和投资报酬率，才能够支撑不断延长的寿命，并克服不断上升的通货膨胀率。如果在投资者退休之后立即将组合的全部资产都投资在固定收益产品上，其投资报酬率很可能无法超过通货膨胀率，并导致投资者在辞世前就出现资金短缺。

由于愈来愈多的人开始关心自身的退休储蓄投资比重，美国普信资产管理公司最近进行了一项调查，对一个退休储蓄投资组合按照滑翔台策略投资的潜在报酬与风险进行了深入的分析。

该项调查对 3 个不同的退休储蓄投资组合（即 A、B 和 C 组合）进行了比较（见图 2、图 3）。每一个组合都有 100 万美元和 30 年期限的提款期，提款每年都要进行。第 1 年的提款额为 4 万美元（即组合资产的 4%），而且提款量随后逐年增加以保持同通货膨胀的速度等同。也就是说，如果每年的通货膨胀率为 3% 的话，那么投资组合中第 1 年提款的额度为 4 万美元，第 2 年将增加为 4.12 万美元。该项调查分析了 3 个不同组合在 30 年的滚动期限内最终的余额，采取按季度计算的方式，共有 213 个季度计算期（以 1955 年为第 1 个 30 年滚动期的终结年份，到 2008 年为最后一个 30 年滚动计算期的终结年份）。

第 1 个投资组合按照滑翔台策略配置，意味着投资者达到 65 岁的退休年龄时，将 55% 的资产配置于股票，并随后逐渐把 80% 配置于债券和短期现金类投资产品。另外两个组合 B 和 C 则更为保守：一个在 65 岁时将 45% 的资产配置于股票，另一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

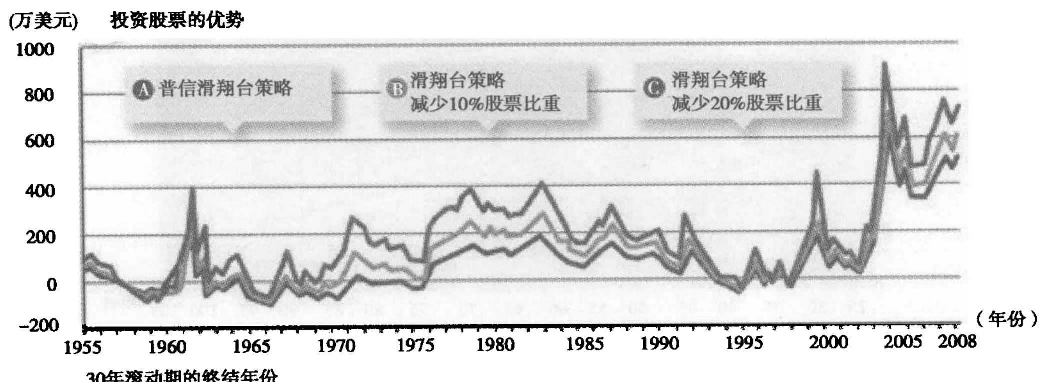


图 2 三个不同退休储蓄投资组合比较

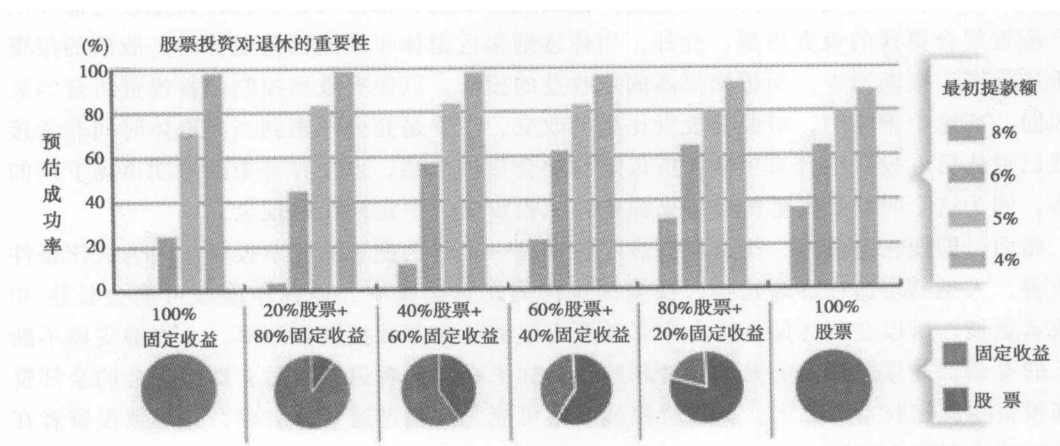


图 3 不同投资组合策略

则将 35% 的资产配置于股票。这两个组合最终也逐渐将资产的 80% 配置于固定收益。

组合 A、B、C 投资比重大不同

组合 A 是具有最高的股票投资比重的组合，同另外两个更为保守的组合 B 和 C 比较，在 30 年期限内部分年度里的资产规模都超过另外两个组合。这 30 年期限中，只有少数几年的滑翔台策略组合投资报酬不如另两个投资组合，但它们之间的差别也很小。在市场出现暴跌的情况下，滑翔台在 30 年未到期前，A 组合的资金消失殆尽，与另两个较保守的组合有同样的结果。

以上分析进一步表明，投资股票时，进行相对长时间的重点投资，会比更多投资于固定收益产品的组合产生更长期的账户余额。比较投资于股票多与少的组合，我们发现在同样长的时间里并不产生更高的风险。相反，如果在同样长的期限里，将资产相对配置于固定收益产品的组合，其在 30 年退休期限内，提前用完资金的可能性远远超过将资产相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配置于较多股票的组合。对目前经历的金融危机所遭受重大损失这一情况进行分析时，需要谨记该组合在金融危机爆发前必定享有十分可观的投资回报，而这一投资回报会远远超过更为保守的投资组合同期的投资收益。

确定定期缴费的额度

当然，所有的分析都不能一概而论。一个投资组合的最终结果大多要取决于股市的情况。将投资重点适当分布于股票的资产配置仅是投资者整个退休储蓄投资策略的一部分。例如，你的退休储蓄账户进行定期的缴费和追加储蓄也是一个关键的因素。随着寿命的延长，需要支持人们退休生活的金额也会逐渐增加。

从世界范围内来看，人们的寿命越来越长。据普信一位有经验的金融理财专家推荐，每年投资者最起码应该将自己全部收入的 15% 储存于自己的退休投资账户。如果投资者能够尽早利用以上储蓄率为未来退休生活进行储蓄，投资者退休的第 1 年可能会从其退休账户中提取相当于其退休前工资一半的金额。另外，投资者还有可能从其他的来源中获得 25% 的额外退休收入（如社会保险、公司的收益确定型退休计划或其他的退休收入），这样就可使投资者的退休收入接近其退休前 75% 的收入，而这一比例能够使投资者维持比较舒适的退休生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



始于熊市的投资会享有更可观的长期回报

对于刚刚步入社会或开始工作的年轻投资者来说，开始为遥远未来的退休进行投资储蓄的最有利的股市环境是牛市还是熊市呢？

在过去的 10 年中，股票市场的表现可谓令人大失所望。21 世纪初和 2008 年出现了两次自 20 世纪 30 年代的大萧条以来最为惨重的市场暴跌，许多年轻的投资者开始考虑减少甚至完全取消对股票的投资。然而，他们很可能会十分吃惊地发现，根据股市以往的历史表现和数据分析，这种市场的暴跌实际上为投资者提供了得益于未来长期丰厚投资回报的绝佳机会。

美国普信资产管理公司最近进行的一项调查研究显示，熊市为那些离退休还有数十年之远的年轻投资者提供了获得长期投资回报的良好机会。这项调查发现，那些在过去“跌跌不休”的熊市中开始定期定投并有系统地投资于股票市场的投资者，30 年之后的投资回报要远远超过那些在牛市中开始长期投资的投资者。当然，这一效果在熊市之后出现大牛市的情况下更为明显。

普信一位资深的理财专家认为，那些于本世纪初开始投资股市的投资者在经历了两次大熊市之后很可能对继续投资股市感到心灰意冷，但是他们一定要认识到，熊市环境下的投资有两大优势：一个是股市的循环周期性；另一个是在相对漫长的投资期限中，熊市为以同样的投资额度开始从早期积累数量更多股份的投资者提供了非常好的机会。这位专家非常肯定地表示从股市的历史数据来看，那些在股市出现较为长期的疲软走向期间继续坚持投资的投资者，在股市开始回升时将获得巨大的收益。

熊市还是牛市

普信的这项研究分析了 4 位年收入为 40000 美元的虚拟的投资者的情况：他们每个月分别向其投资账户定期投资 500 美元，也就是他们年收入的 15%，其投资组合全是标准普尔 500 的指数组合，投资期限都是 30 年。第一位投资者的投资开始于 1929 年，第二位开始于 1950 年，第三位开始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1970 年，第四位则开始于 1979 年。

每位投资者都开始投资一个股价为 10 美元的股票，其表现完全与标准普尔 500 的指数组合每个月实际上的波动相同。他们所有的红利都重新投资于新的股份。

从 1929 年和 1970 年开始投资的两位虚拟投资者，均是在现代史上最悲惨的两大熊市爆发之前开始投资的。同今天的年轻投资者们一样，他们在投资于股市 10 年之后都会感到十分沮丧，因为标准普尔 500 的指数在 1929 ~ 1938 年这 10 年之中，总回报是 -0.9%，这是股市历史上第二个表现最差的 10 年。而股市在 1970 年开始的最初 10 年的投资回报也只有 5.9%。当时，投资界对投资于股市的信心丧失殆尽。比如，在《商务周刊》的杂志上，封面标题是“股票的死亡”。

对这些投资者来说，最近的两次熊市却为他们提供了两大好处。第一，他们有机会在投资股市时以相对十分便宜的价格购买股票。第二，他们可以以同样的投资开始积累更多的股份，为将来在牛市中获得更大的收益打下了基础（见图 1）。

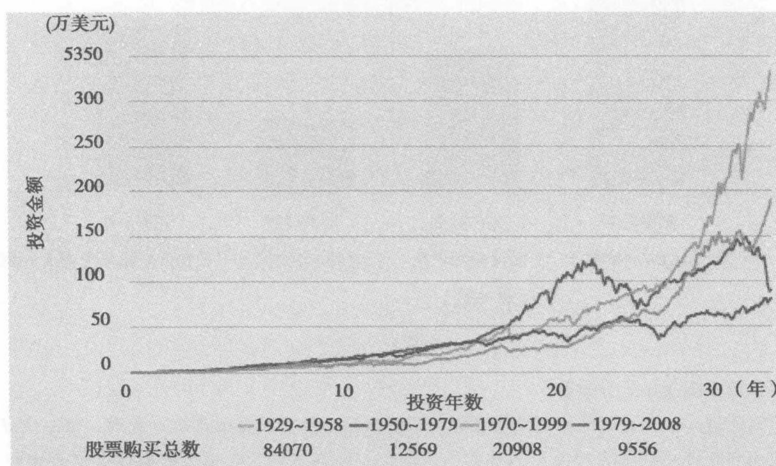


图 1

始于熊市的投资经过一个较长的周期仍然可以得到丰厚的回报。

此图说明了 4 位虚拟投资者的投资账户在 30 年的投资周期中，经历不同的股市环境时的波动。每位投资者每月投 500 美元（或年薪的 15%）入他们的表现类似标准普尔 500 指数的退休储蓄账户中。图中以 10 美元/股来表示随着标准普尔 500 指数的每月波动。所有的红利都用来重新购买股份。

由 1929 年和 1970 年大熊市时期开始投资的投资者的最终账户余额几乎不止双倍地多于始于 1950 年和 1979 年牛市的投资者（注：图中表示的最终账户余额是税前且不含交易费用的。当然，直接投资指数是不现实的）。

由于开始定期地进行系统性投资，并将所获得的红利系统性地购买新的股份，他们在投资第一个 10 年之后仍然取得了相当的投资回报。根据以上的数据，他们在第一个 10 年中所投资的 60000 美元分别到 1938 年增长到 88255 美元，到 1979 年增至 86047 美元。（一位购买了相对更少股份的投资者的投资回报将有所不同。另外，在以上案例中进行定期有系统地投资的投资者与在 10 年之初将 60000 美元全部投入股市的投资者的回报也有所不同）。

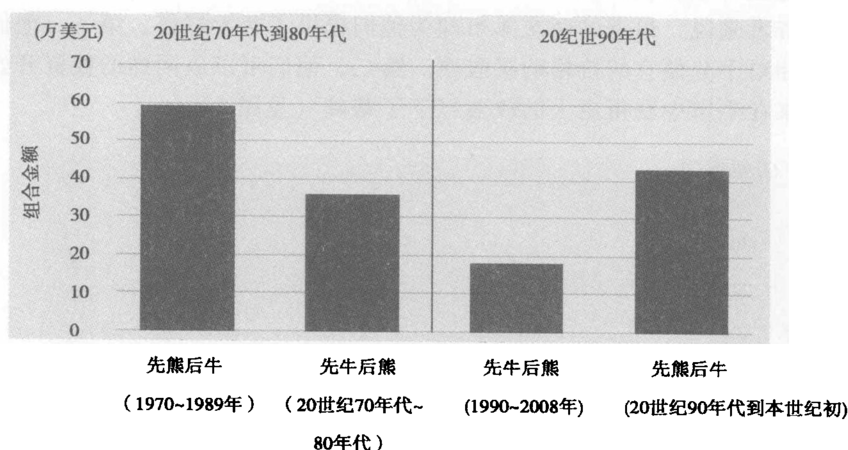
以上虚拟案例中的另两位投资者的投资结果则截然不同。他们分别于 1950 年和 1979

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年开始投资，先得益于股票投资史上两个回报最为丰厚的 10 年牛市。

标准普尔 500 指数在 1950～1959 年和 1979～1988 年的两个 10 年中分别有 19.4% 和 16.3% 的投资回报率。因此，这两位投资者分别投入的 60000 美元在他们投资 10 年之后分别增长至 152359 美元和 137370 美元。然而，在这两个股市辉煌的 10 年中，他们以平均更高的股价购买了相对更少的股份。另外，他们在随后几十年的投资回报上同另外两位始于熊市投资的投资者相比，所获得的投资回报则少了很多。

因此，尽管他们在一开始获得了较为可观的投资回报，30 年之后，他们的账户余额却远远不如在熊市中开始投资的两位投资者的账户余额多，甚至还不到他们账户的一半（见图 2）。



先熊后牛（1970~1989年）　先牛后熊（20世纪70年代~80年代）　先牛后熊(1990~2008年)　先熊后牛(20世纪90年代到本世纪初)

图 2

熊市、牛市的出现次序十分重要。

普信的这项研究还进一步分析了熊市与牛市相继出现的次序对投资回报的影响。此图，每一位虚拟投资者每月投资 500 美元（或 40000 美元年薪的 15%）入他们的表现类似标准尔普 500 指数的退休金储蓄账户中。那些按先熊后牛顺序投资的投资者的最终收益好于那些在牛市开始投资的投资者。（注：图中表示的最终账户余额是税前且不含交易费用的。当然，直接投资指数是不现实的。）

20 世纪 30 年代的大萧条在股票投资史上标志着最恶劣的 30 年股市环境的开始。但标准普尔 500 指数从 1929 年到 1958 年的 30 年时间里仍然提供了较为可观的 8.5% 的年度回报。那些在这 30 年的时间中坚持进行定期系统性投资的投资者在 30 年之后均享受了 960% 的投资回报。

那位于 1970 年开始投资的投资者在随后的 30 年中享受了 1753% 的总回报。这是因为，他在随后的 20 世纪 80 年代和 90 年代股市超强的表现中获得了巨大的投资收益。相比之下，在牛市的环境中开始投资的投资者（即 20 世纪 50 年代至 80 年代）则在随后的 30 年中分别只获得将近 400% 的投资回报。

因此，普信的研究表明，一个不尽如人意的投资开端并不意味着将来的投资回报必定会遭受巨大的损失，历史所提供的各种数据实际上证明了相反的结果。有些人同 1979 年时的许多投资者一样，怀疑今天的年轻投资者是否会从最近的金融危机中完全恢复过来。普信的这项调查则显示，那些在十分糟糕的情况下开始系统投资的投资者将会在坚持长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资后获取丰厚的回报。

熊市、牛市的出现次序十分重要

为了进一步说明熊市为投资者带来的潜在机会，普信的这项研究还进一步分析了熊市与牛市相继出现的次序变化对投资回报的影响。比如，一位从 1970 ~ 1989 年这 20 年间，每月定期向一个类似标准普尔 500 指数的投资组合投资 500 美元的投资者，投资总额为 120000 美元，而到 1989 年时，他的账户余额将会增长为 589770 美元。在这一时期中，标准普尔 500 指数的年度回报率为 11.5%。如果将股市在这两个 10 年中的表现调转过来，即将 20 世纪 80 年代的牛市放到 70 年代，而将 70 年代初疲软时期放到随后的 80 年代，则该投资者到 1989 年时的账户余额就会减少许多，仅有 358972 美元。虽然在这 20 年中，标准普尔 500 指数的年度回报率仍然为 11.5%。

这项调查显示，从 1990 年开始进行投资的投资者到 2008 年时，他的账户余额要远远低于将股市从 1990 年至 2000 年和 2000 年至 2008 年的两个阶段的表现相互调换之后所获得的账户余额，还达不到第二种情况账户余额的一半。因此，牛市和熊市发生的顺序及对投资回报的影响远比人们想象的要多。在熊市时开始有计划系统性地向自己的投资储蓄账户进行定期定投，虽然股市环境比较恶劣，而且要克服投资心理上的压力，却能够为投资者提供购买更多股份的良好机会，而从长期回报的角度来看，将会为投资者提供更丰厚的投资回报和收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对跟踪指数投资方法的反思

最近，耶鲁大学商学院《学术月刊》里面刊载了一篇十分有见地的分析文章。文章将一些投资组合中持仓相关指数中股票部分同持仓指数之外的部分进行了比较，发现持仓指数之外部分的表现往往超出指数的表现。文章将这部分称为“积极管理部分”（Active Share）。读完文章后，我对近年来盛行跟踪指数的投资管理方法进行了一下反思。

2008 年爆发的金融海啸退潮之后，西方的资产管理业界开始对金融海啸、对投资管理理念和方法的影响进行研究和调整。就目前的情况来看，大概可以归纳出以下几点：

1. 许多专业基金经理发现，2008 年的金融危机证明，他们在其投资管理生涯中所基于的许多对市场和投资运作的假设都是错误的。

2. 资本市场几乎没有发生根本的改变。2009 年 3 月份以来，市场的反弹将濒临绝路的资产管理业从毁灭的深渊中解救了出来。

3. 到目前为止，金融界中还没有任何人能准确地把握未来将会发生什么。很多专家和职业基金经理都试图将其对股市和投资的理解进行适当调整，以便从此次金融危机中汲取教训，但是还没有任何有理有据的结论。

毋庸置疑的是，对市场有效性的假设和现代组合理论的主要原则中的绝大部分仍然是十分有效的。比如，市场有效论中的一个最关键的假设——在长时期内很难持续不断地战胜股市的表现。这一假设在 2008 年的金融海啸中得到了非常好的证实。金融海啸潮退后，有一点是可以基本确定的，即投资者对基金经理的评审方法将会有根本的改变。这些投资者中既包括大型机构投资者，也包括个人投资者。

纵观过去几十年的西方资产管理业界，基金经理们的业绩表现越来越多地被置于同相关指数的比较之下。首先，基金经理们被用来同一些大型的股市指数，如标准普尔 500 指数或 FTSE100 指数来进行衡量。在这种情况下，由于越来越多的共同基金无法同指数的表现相媲美，从 20 世纪 90 年代开始，消极的指数投资开始流行。虽然这种做法有一定的道理，但是在一些情况下，过于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将投资业绩同相关指数挂钩会误导投资者，并使他们对未来的投资业绩期望值过低。

就2009年来讲，积极管理基金的基金经理们的平均业绩都超过了相关指数的表现。特别是在美国，根据理柏（Lipper）总回报评级的统计，股票型共同基金的总回报2009年平均上升了20.4%，而标准普尔500的指数基金，2009年仅上升了16.1%。问题是，这类跟踪指数的投资方法使投资者更加趋于保守。在这种比较下，基金经理所追求的是如何在年底时其业绩超过相关指数的表现。这就迫使基金经理不得不在其组合中将选股范围限制在相关指数中的股票之内。这样的做法，使其管理的组合更像一个指数基金，但所收取的管理费却高于纯指数基金的管理费。因此，对于一个基金经理来说，他将很难根据自己对市场的独立分析和判断充分发挥自己的投资和选股技术，而只会自然而然地跟踪指数的范围进行投资的选择。过于依赖指数的投资方法会导致基金经理中的“羊群效应”。也就是说，大部分基金虽然是由基金经理进行积极管理的，但他们都基本上紧跟指数的选股范围和走向进行投资，很少真正地根据自己对市场的独立判断和分析进行选股和交易。而且，局限于指数的投资方法还有其他更微妙的影响。西方的资产管理业界普遍认为不同的基金经理有不同的专长和技术，有的善于在小股票中发现价值，而其他人则更善于投资那些大型的、有较好流动性的公司；有的基金经理保持“价值型”的投资风格，通过研究寻找那些在资产负债表上显示出其价值高于其股价的股票；还有一些基金经理则是奉行“成长型”的投资理念，专门选择那些企业利润不断增长的公司。

这种已被普遍接受的不同投资风格的分类导致了在资产管理中建立起不同的“风格范畴（Style Box）”，比如，基金经理被要求只能将“中盘价值基金”投资于中盘价值风格范畴之内的股票。虽然这些基金经理根据他们对市场的判断、分析和研究，本来更愿意投资于其他类型的股票，但是投资者却期待他们仍然要保持“风格上的严格纪律性”，并同与他们相关的指数进行竞赛。这种情况虽然可以支持股票经纪人和养老金投资顾问的业务，因为在纷纭复杂的投资风格中，这些专业人士可以帮助他们的客户进行精密的资产配置，但是这种细分和紧跟“风格范畴”的做法并不能鼓励和推动靠自己对经济、股市和个股的分析和研究进行资产管理的技术发展。

目前的西方资产管理业界开始出现专门研究和进一步了解究竟什么因素使一些基金经理的投资技术优于其他基金经理的投资技术。耶鲁商学院的论文对“积极管理部分”的深入分析和独到的研究就反映了这一趋势。还有伦敦一家投资分析公司专门对基金经理所有的投资决定的结果进行分析和比较，而不是只看他们所管理的组合的综合业绩。这种研究表明，有较高投资技术的基金经理是可以被识别出来的。他们主要是那些能够了解并能有效克服一般人通常的投资心理的基金管理专家。比如，一般投资者很不愿意将自己持有的已下跌了很多的股票卖掉，因为这就意味着承认自己在这一选股决策上犯了错误。而那些有较强的卖股自律性的基金经理就会坚持这样做，从而减少损失，寻找更多的盈利机会。

写到这里，我手中的咖啡已经很凉了。我很自然地把它倒掉，换上了新的更香更热的咖啡。我想，资产管理的未来很可能也会出现“换咖啡”的现象：客户们将抛弃按“羊群效应”的指数跟踪来衡量投资回报，但同时支付积极管理的管理费的做法，转而使用的做法是，将部分资产投资于纯粹被动型的指数基金，而将另一部分资产分置给那些真正具有过硬的、独立于指数跟踪的投资技术的基金经理们进行管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇

股市博弈

——天下股市纵横

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融风暴涤荡后的全球股市

2000～2007 年，投资人一直处于一个十分有利的投资环境：资本与劳动力的成本十分低廉，而全球各地区的企业利润率不断创历史新高，投资人承担风险的胃口也因此逐渐增加。但是，到了 2008 年，投资环境的钟摆突然摆向另一边：全世界的经济遭到重创，全球的股票市场也跌至深渊。

我最近和一家资产管理公司的几位操盘全球股市投资的基金经理进行了访谈。他们普遍认为，随着全球经济的杠杆化，我们已进入一个全球性的经济紧缩时期。这一衰退的确切程度很难断定，但从不断公布的各种数据讯息看来，经济衰退的程度已逐渐明朗。同时，各国政府为拯救经济采取的前所未有的经济刺激措施开始初现成效，也令人感到欢欣鼓舞。目前这种杠杆化的过程相比最近几十年中我们经历的都不一样，而且这一过程必须要遵循自己的发展规律而走完全程。

这一过渡时期的特征已经在几个方面显现：更加严格的信贷标准、不断增长的资本成本、投资人普遍持有的风险规避态度，发达国家愈加谨慎的消费、不断消减的企业投资及停滞不前的全球性经济增长。其中，美国、西欧及日本的经济已明显进入衰退时期，而一些新兴市场的增长率也明显减缓。

“这一转变过程很可能得持续几年”，另一位基金经理认为，“而当全球经济开始平稳，我们将不会重回以前那种经济增长及利润提高的旧模式”。

新经济典范

这些投资专家认为，全球经济在复苏前将可能进一步恶化。但是，他们对 2009 年下半年或 2010 年初全球经济出现稳定的迹象仍抱有希望，并期望全球的股票市场在未来的两三年中会对经济的平稳产生积极的响应。他们认为，在这漫长的过渡期后，一个崭新的全球投资局势将会诞生。这一新的局势将具有以下几个特点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 全球性的经济成长可能会降到1% ~3%的区间，而新兴市场将是全球经济增长的主要动力。

2. 央行利率逐渐调升。

3. 消费将会普遍缩减，而对不动产的投资将会逐渐恢复。

4. 企业的利润率将逐渐有所改进。

5. 股票的风险溢酬将逐渐降低，而估值在见底之后将恢复正常。

参看表1 全球投资蓝图大转型。

总体而言，过渡到这一新的投资环境模式的过程很可能会十分曲折。有位基金经理认为，全球失业率的第二轮效应还没有显现。

龙头企业将是新的选股方向

全球股市经历的历史罕见暴跌造成了股价与企业的基本面严重脱节，将估值与企业基本面重新有机地结合起来可能要花上两至三年的时间。在这个过程中，这些基金经理们却看到目前的股市有许多投资机会。一位基金经理评论说："我们很可能在短期内看到一些市场上扬的积极趋势，但我们很可能无法回到2005～2007年那种超正常的成长和稳定的局面。"因此，应采取的选股和投资策略应集中于挑选市场占有率的领先者，因为这样的企业将更能够成功地渡过全球经济萧条的难关。这些企业有较为健全的资产负债表，并较容易获得新的融资，而且还能够从那些被金融危机所淘汰的企业手中获得更多的市场占有率。一位基金经理认为，几乎在全世界的每一个板块里，市场领导厂商都会随着全球经济衰退而从那些竞争力不强而倒闭或被收购的企业手中获得新的市场份额。"可以将这种局面想像为航空母舰和巡逻快艇的对决"，这位基金经理说，"当战局变换迅速，巡逻快艇在速度和迂回战术上会超过航空母舰，但当战局一旦拉开而需要稳扎稳打时，航空母舰则能够用其转向所造成的海浪掀翻小小的巡逻快艇"。"也就是说，在这一轮新的生存竞争中，获胜者将与以往的赢家不同"，他接着说，"以往的获胜者是那些得益于其价格弹性、超强的市场需求和十分容易取得杠杆融资的新型企业，而明天的胜利者将会是那些已经营多年、具有传统、拥有长期客户关系，并可以自我融资，能够并吞竞争者的企业"。

事实上，不会有任何企业再体验过去几年中我们所看到的那种高增长率。因此，我们投资就应专注于市场占有率第一或第二的企业。虽然目前整个产品市场在缩小，但这些领先企业最终将获得更大的市场份额并获得更多的业绩，使其未来的营业率和利润率得到迅速的增长。

"哑铃式"的投资布局

依据目前经济的不稳定性和市场的剧烈震荡，几位基金经理建议对全球股票投资组合采用"哑铃式"的投资策略进行布局：投资于波动性低，对经济循环周期反应不太敏感的股票作为支柱，也同时投资于一些从长期的角度来看能够超过市场表现的被不合理低估的股票。也就是说，在哑铃的一端配置较具防御性的股票，主要是那些能够提供长期盈利和稳定成长的公司的股票，而在哑铃的另一端则配置一些根据市场变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化而具有投机性质的股票——那些在市场开始复苏时能够得益于不断增长的市盈率和占据更多市场占有率公司的股票。这类股票对市场的反应更灵敏，但在估值上也更具有成好的前景。

在具体的产业方面，他们建议全球投资组合应着重投资于：

1. 电讯服务业。它包括那些具有很强的现金流和对经济发展循环周期反应较不敏感，且能够降低其资本成本开销及在无线和数字电讯业方面有较高业务成长的个股。

2. 科技业。它是指那些具有坚实的资产负债表，估值十分合理，并有成长前景的市场领导者。

3. 消费必需品和非消费必需品行业。它主要是那些有很好的业务发展前景和品牌及规模优势以及健全财务结构的企业。

4. 医疗保健业。这里特别是指那些具有较稳定的企业经营收入和盈利、不受法规监管风险威胁和提供治疗服务的公司。

5. 同以上四个板块形成鲜明对照的是，这些基金经理和分析师对金融板块和能源及原物料板块都不看好，因为金融板块的前景仍不稳定，而原物料及能源在短期需求方面将会持续受到压力。

“目前正经历的过渡时期为世界经济发展提供了极具挑战的客观条件，而世界的金融体制刚刚显现一些小的改进迹象”，一位基金经理说，“但是，那些具有坚实的资产负债表和稳定的现金流并在股票估值方面具有优势的龙头企业却为投资人提供了丰沛的投资机会。因此，我们对未来两三年市场的前景是持乐观态度的”。

表 1　全球投资蓝图大转型

	旧规范	转型期	新规范
全球实质 GDP 成长	大于 5%	负成长到零成长	2% 至 3%
通货膨胀率	3%，温和持续上扬	高升而后崩降	通货紧缩或通货膨胀
定价能力	强	大幅消减	缓慢回升
获利率	持续改进	自由落体掉落	改善中
实质利率	0	上扬	回复至较高水平
资本报酬率	一直维持高档	崩毁	恢复正常
消费者	超额过度消费	去杠杆化，减少消费	温和消费
固定资产投资	过度投资	急速下降	缓慢回复
全球 GDP 成长来源	新兴市场小于 50%	新兴市场大于 100%	66% 来自新兴市场
估值	温和扩大	筑底	回复正常
风险溢酬	历史低点	历史高点	下降

资料来源：普信集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市投资展望：山穷水尽，还是柳暗花明[①]

从西方经济的角度来看，2001 年可谓沮丧之年：美国经济在经历了 10 年的繁荣昌盛之后进入衰退；西方各主要工业企业的利润经历了自 20 世纪 30 年代以来最大的下跌；美国发生了其历史上最大的公司的倒闭——能量经纪公司恩龙（Enron）的破产。西方股市在继续消化着由于科技股破灭所带来的一系列后遗症的同时，不断地进行调整。“9·11”事件更是为美国及西方国家的金融市场造成了前所未有的危害。

虽然完全准确地对 2002 年的经济前景进行估计是不可能的，但西方经济发展的一些主要趋势是可以揣测到的。一是经济萧条将基本结束，公司利润将有所回升；二是科技股也将开始逐渐起死回生。作者认为，截至 2001 年 9 月 21 日为止的美国股市的暴跌，实际上标志着美国及西方整个股市熊市的终结。美国各股市的平均值到此为止已从 2000 年的最高峰下降了近 30%，而随着科技股泡沫的破灭，美国纳斯达克股市则下降了 70%之多。经过 2 年的下跌之后，美国的股市将获益于美国政府所采取的刺激经济增长的种种财政政策和金融政策。事实上，2001 年第四季度美国股市的回升，已经开始预示着 2002 年经济形势的好转。总体来说，西方主要国家特别是美国的经济将走出萧条的低谷。同时，西方的各主要股市，除日本之外，将继续 2001 年年末所开始的牛市的增长势头。而且，低通货膨胀率及利息率、美国政府所采取的刺激经济的财政及金融政策以及油价的降低及货存量的减少等，都将助长牛市的涨势。但另一个方面，作者认为，美国经济的全面复苏将受到其公众存款率低及消费者负债量大等消极因素的限制。

就美国的股市来讲，到 2001 年 9 月 28 日为止的一周之内，美国的道琼斯工业指数获得了自 1982 年 8 月以来的最大增长，涨幅达 7.4%。美国股市的这一暴涨是在美国经济自 1990 年经济衰退之后最弱的经济环境和最高

① 注：世界各国的经济总是迂回发展的，笔者认为本篇文章对目前世界的经济状况有很大借鉴意义，因此收录入本书中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的失业指数中产生的，这一现象预示着美国的经济在 2002 年的春季将开始复苏。

经济学家们一般都忽视股市对经济前景的预测，但是从美国股市的发展史来看，其预测经济前景的准确程度令人叹服。自第二次世界大战以来，美国经历了 9 次经济衰退，而每次经济衰退的平均时期都大概在 11 个月左右。在这 9 次经济衰退当中，道琼斯指数一般都在低谷徘徊 4 ~5 个月。因此，在美国经济开始逐步回升的情况下，美国股市自 2001 年 9 月 28 日以来的不断回升预示着美国整个经济形势在 2008 年的四五月份将会走出衰退的阴影。

这样的预计有什么样根据呢？我们来看美国政府迄今已经采取的刺激经济复苏的金融及财政政策。美国联邦储蓄银行至 2001 年 11 月为止在不到一年的时间里就将利息率降低了 10 次。同时，美国国会和白宫领导人进一步调整了经济政策，包括进一步减税和增加联邦政府支出。美国的一些经济学家认为，美国政府已经采取的金融及财政政策是 1985 年以来美国历届政府所采取的最富有活力的政策。他们预计，在美国政府新的财政年度中，其开支将增长将近 7.5%；另一方面，美国的金融政策一般要在 6 ~9 月之后才能显现效果。因此，美国联邦储蓄银行降低利率的行动刚刚从 2001 年秋季开始对美国的经济产生积极的影响。美国政府的财政政策则对美国的经济发展和复苏有更直接、更迅速的影响，因为政府在服务行业和生产业方面的扩大开支将直接把美国经济复苏所急需的资金投资于美国的工业企业及消费者手中，使它们能将这笔资金在美国经济的其他领域支出，从而促进和刺激经济的增长。

美国目前的经济衰退并不是因为消费者的消费疲软所至，而是由美国工业企业对投资支出的削减造成的。投资支出的增长占美国全国国民经济总产值的 18%。而这方面的开销自 2000 年第三季度以来，增长值一直为负。美国政府采取的各种刺激经济复苏的财政政策将有力地抵消美国工业企业界在投资支出方面的缩减。此外，美国生产业的货存量在 2001 年的三个季度中出现持续下跌现象，这也预示着美国经济衰退的终结。这是因为，美国生产业的出售量自从 2001 年秋季以来已有很快增长。如果美国产业界的货存量已基本消失，美国生产业就将不得不马上提高其生产力，以满足市场对其产品的需求。美国商业部经济分析局的有关新产品定货的指数表明，对于美国工厂生产的各种产品的需求已经由最低点开始回升。

新的投资战略

在这种情况下，一个投资者该如何调整其投资战略而达到自己的投资目标呢？作者认为，在这种经济和股市的预测情况下，投资者们更应该着眼于其投资的长远目标，应该对自己所能承担的投资风险有更清醒的了解和认识。具体来讲，股市投资者们应该回到资产投资的基本原理和方法上来——采取相对保守的、自律的投资态度，着重投资于质量高的股票和债券。这里，保守并不意味着对整个经济和股市的悲观失望，而是意味着谨慎和稳健地寻求投资的机会，并在挑选投资产品时对其各方面的基本条件进行充分地了解和调查。同时，投资者们还应该避免对投资市场上发生的暂时性的情况和事件进行过激的反应。经验证明，过于频繁地调整自己的投资组合，看股市的走向而行事，投资收益最终肯定会受损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个投资者的最终投资目标不应该是在短期内追求最大限度的收益，这样往往会欲速而不达，事得其反。投资者的最终目标应该是将自己的财富通过稳健、谨慎的投资，在保持其价值的基础上寻求合理的投资回报。

在 20 世纪 90 年代美国股市出现势不可挡的牛市之前，资产分布最流行的模式是 60% 股票，40% 债券或公债。1990 年以后，随着美国经济持续增长，美国的股市也轰然向前。在这种情况下，60:40 的投资组合模式被认为过于保守，而使许多投资者抛弃了这一投资分布，越来越激进地寻求在短时间内获得更高的投资回报。但这一势头随着 2000 年科技股泡沫的破灭戛然而止，并使广大投资者更深刻地意识到所抛弃的传统资产分配模式的合理性。因此，作者认为，一个投资者在 2002 年调整自己的投资战略的过程中，应该重新采纳久经考验的 60:40 的资产分布模式。

为什么 60:40 的资产分配模式在 20 世纪 90 年代的牛市之前如此盛行呢？不管怎么讲，股票还是要比债券风险大的多，因为债券实际上是一种投资回报的合同，借贷的公司或政府通过这一合同保证向购买债券的投资者在债期到达时，将其投入的全部资金归还给投资者，并在此之上支付一定的利息，而股票则没有任何成熟期，而且对投资回报也没任何保障。那么，为什么人们不根据 50:50 或 40:60 这样的投资分配将更多的资产投资于债券呢？这是股市的内在运作原理和规律所起的作用。谨慎的投资者之所以购买股票是因为他们希望能够通过股票投资来对承担的风险代价进行补尝。因此，股票的价格上涨，总要比内含风险性低的债券增长的速度快。从长期的投资角度来看，投资于股票的回报，终究要比投资于债券的回报高得多，但要想获得这种回报，一个投资者必须具有长期投资的心理准备。

准确地预测未来是不可能的。即便是最有经验的投资者或资产管理行家也往往无法预料经济、政治或其他意料不到的因素。当投资者们对其投资寻求合理的价值时，无法预料到的种种因素往往会造成股票价格上的大幅度波动。如果你有幸在某一年买对了一支股票，那么在下一年或几年之后很可能会由于一些意想不到的事件而丧失所获得的所有回报。债券也往往会有其价值的波动，但同股票相比，债券价值的波动幅度要小得多，而且在很多情况下，债券的价格往往同股票的价格的移动成反比。因此，60:40 的资产分配公式对于一个长期投资者来说，应该是很合理的：在追求最大限度的投资回报和最小限度的投资风险之间取得平衡。

投资成功的最重要的因素之一是临危不乱，保持镇静和清醒的头脑，在不慌张的情况下，对自己的投资作出审慎的决定。在熊市的情况下，债券所能提供的相对稳定性会使一个投资者能够更合理地对其股票投资进行冷静的分析，从而作出明智的决定。在牛市的情况下，投资者将 60% 的资产投资于股票当中，也会使其不错过牛市，为其资产价值的增长带来极好的机会。

历史的经验多次证明，在股市变换莫测的情况下，“乌龟”往往战胜“兔子”，也就是说，稳健的投资者往往战胜那些急于求成、急于在短时间内寻求最大投资回报的投资者。因此，一个投资者所应学到的最重要的一课是，如何在复杂的投资市场前保持冷静的头脑，而不被一时所发生的各种事件左右自己投资的理性决定。因此，战胜投资未知数的唯一法宝就是多元化投资，即将自己的资产投资于那些在某一特定的经济环境下其价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

移动不是相同方向的不同类的产品。也就是说，投资者应将自己的资产投资于一个尽量减少投资风险的由不同类型的投资产品所组成的投资组合，而不是将所有的鸡蛋放在同一个篮子里。

总之，作者认为，2002 年的下半年，美国和全球的经济都将开始全面复苏。从金融投资的战略角度来讲，投资者们应该对 2002 年的经济形势和股市情况保持乐观态度。同时，虽然经济开始复苏，股市也开始回升，投资者们却应重新采纳已久经考验的稳健的投资模式，对自己的资产进行战略调整：60% 投资于股票，40% 投资于债券。最关键的一点是，要对自己的长远投资目标有一个实事求是的估计和追求，这样，一个投资者就能够最终达到自己的投资目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大病初愈的美国信贷市场

美国的信贷市场在2008年秋季经历了突发的“心肌梗塞”之后，在美联储及美国财政部采取大批的现金注入，贷款保证及其他急救措施之后，现在已初显康复的迹象。2009年第一季度，在经济情况进一步恶化及央行利率调整为零的情况下，美联储继续采取更强烈的急救措施，使用所谓“定量宽松（Quantitative Easing）”的加大货币发行量的政策来试图进一步给信贷市场注入强心剂。美联储所采取的步骤包括：紧急宣布将购买超过一兆美元的长期美国国债和房地产贷款抵押证券；公布大家期待已久的政府与私有投资者联合购买银行的资产负债表中“有毒”资产（即有潜在破坏力的资产）的具体措施；对那些持有消费者资产抵押贷款和房地产贷款的金融机构提供进一步的贷款。然而，即便是采取了这些急救措施，美国信贷市场完全康复的过程仍将十分漫长。

应该指出，美联储所采取的努力是令人赞赏的。在美联储的这些前所未有的大规模定量宽松措施的促动下，美国的信贷市场比2001年要健康平稳了许多。美国正在经历历史上几乎前所未有的大规模金融市场去杠杆化。在奥巴马新政府的经济政策推动下，许多政府开销还没有完全在实体经济中完全体现出来并显现效应。但是，这些大规模的措施为将来金融系统的完全康复奠定了坚实的基础。此外，许多被抵押的证券下的资产质量仍然很差。这些抵押资产质量的下跌问题仍然没有解决。美国一些较有经验的固定收益基金经理认为，美国信贷市场在完全康复的路上恐怕还仅走完了一半的路程。因此，去杠杆化的过程还会继续。根据国际货币基金组织（IMF）的估计，全球范围内所有的金融机构大概还有将近两兆美元的资产坏账，而到2009年第一季度底为止，只有将近一半的额度被作为坏账（见图1）。

大病初愈的迹象

2009年以来，美国信贷市场已出现了一些康复的兆头。

1. 利率，即3月期的利率同3月期的国债利率之间的利差，都从2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

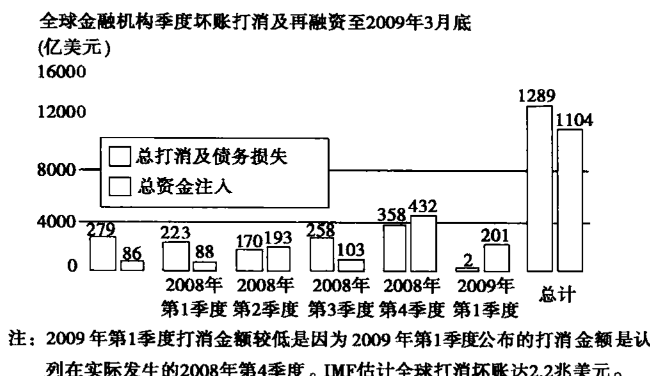


图 1 新规范——持续的去杠杆化及认列坏账

年暴涨的高峰大幅度降了下来。这两个指数反映向商业银行贷款的信贷风险，而较低的利率和较低的利差显示着这种风险的降低。

2. 货币市场基金已经开始趋于平稳，表现也趋于正常，这主要是由于美联储提供了担保及对商业票据市场提供了支持。

3. 收益率曲线（Yield Curve）在逐渐升高。这对银行来说是一个可喜的迹象，因为他们可以用低利率获得的短期借款来发放高利率的长期贷款并从中获利。

4. 新的企业债的发行在 2009 年 1 月份和 2 月份均创造了纪录，使自从秋天以来完全冰封的企业债市场开始有所松动。企业债的二级市场仍然有待进一步解冻，这是因为杠杆水平不高的经纪人没有足够的资本来持有债券的库存，而且他们已经持有的债券的价值仍难以确定。

5. 各资产类，包括银行贷款、垃圾债券、投资级别、企业债券、市政府债券及房地产抵押证券等同 10 年国债利差，在雷曼兄弟 2008 年宣布破产之后剧增至创纪录的水平。2009 年以来，这些利差已逐渐在缩小。

风险与回报

自从 2008 年秋天美国经济进入严重衰退期以来，投资级别的企业债与垃圾债之间的利差急剧上升。现在，这些利差已逐渐缩小。目前的问题是，这样的利差水平是否能够在一个经济衰退的情况下对投资者所承担的信贷风险提供足够的报偿。许多经济方面不好的潜在因素已经被反映在证券市场的定价中。现在就证券的回报相对其风险来进行定价似乎更为合理。对于债券投资者来说，最大的挑战是如何克服目前这种较为险恶的经济环境中投资于债券的不安心理。

总而言之，信贷投资者在目前的情况下需要面对许多坏消息，需要克服对市场的恐惧心理以及规避风险的投资心态。当然，许多金融机构必须将其不良资产从资产负债表中清除掉，而美国政府还没有完全寻找出解决这一问题的最佳方案。但是，如果美国的经济形势恶化并开始减缓或停滞，那么在未来的 3 年中，美国的企业会在债券和股票的投资方面为投资者提供可观的回报。

目前的这种情况更需要对信贷市场进行深入的基本面的研究，将高质量的债券发行者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同可能会违约的债券发行者区别开。这一深入的基本面研究比任何时候都更重要。有些资深的固定收益基金经理认为，目前决不是投资于指数基金的好时候。在这种情况下，如果一个资产管理公司能够作坚实的基本面的深入研究，避开那些会违约的公司而主要投资于那些能够战胜目前经济险境的赢家，就会为其客户带来非常可观的投资绩效。

对信贷市场未来的展望

在过去 6 个月影响美国信贷市场的所有因素中，从信贷质量风险向利率风险的转变是债券投资者最应注意的因素。2008 年秋季以来，投资者大批的逃避投资级别的企业债和垃圾债而纷纷奔向具有高度安全性的国债。这将国债的利息率迫降至历史上的最低水平，从而带来国债利率上升时本金（Principal）亏损的风险。而投资级别及其他板块企业债的风险却有其提供的相对更高的收益率作为铺垫。2009 年第一季度以来，一些信贷板块的表现显示了同 2008 年的表现相反的微小的回升。比如，2008 年美国的国债提供了 13.7% 的总回报（Total Return），但是在 2009 年的第一季度，其总回报却下降了 1.32%。同时，垃圾债 2008 年亏损了 26.2%，但在 2009 年的第一季度却提供了 5.98% 的总回报（见图 2）。

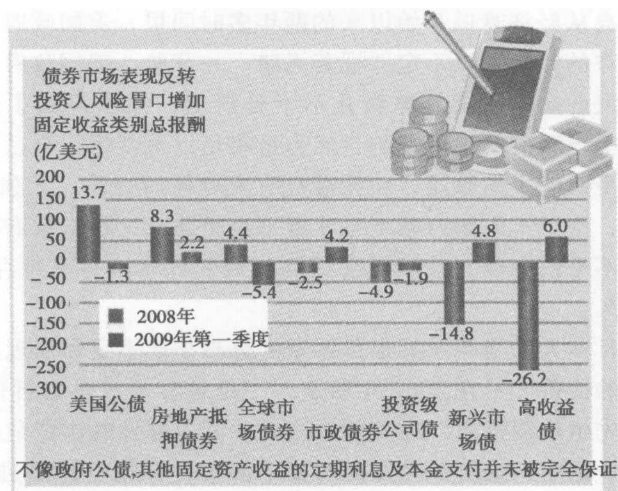


图 2

目前，投资者的恐惧心理在逐渐消失。他们开始逐渐将兴趣从低收益率的货币市场基金转向更具风险而收益率更高的证券。虽然我们继续预测在那些对信贷较为敏感的板块中情况可能会进一步恶化，但是这一预测已经被反映到目前市场对证券的估值当中。一些资深的固定收益基金经理认为，在 2009 年年底之前，虽然我们很可能会看到继续向更安全的国债躲避风险的趋势和做法，但是我们也将会看到在信贷市场其他方面明显的改进。那些由于流动性问题而被市场打压的资产，会为长期投资者提供很好的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国终于开始吸取日本的惨痛教训

金融海啸爆发以来，全世界都担心美国是否会重蹈日本银行系统在20世纪90年代濒临崩溃的覆辙。

自从经济衰退开始以来的两年多时间里，美国政府一直对美国银行系统中存在的弊病举棋不定并视若无睹。一开始，美国政府先是宣布由次贷危机所引发的金融系统的弊病并不十分严重，并已得到了适当的“控制”。而后，美国政府又称市场的自然力量将足以迫使银行自己采取必要的行动，清除自身系统中的弊端，而无需政府采取任何行动。无独有偶，20世纪90年代初，当日本的银行系统充斥着不良贷款时，日本政府也采取了类似对现实视而不见的态度，甚至严重到持续否认日本银行系统存在弊端的事实达10年之久。

日本人为当年对其银行体系的弊端举棋不定和迟迟不采取行动而付出了惨重的代价。早在2007年秋季，一位曾参与日本银行体制改革的核心人物手川先生就曾指出，在美国对当时才开始爆发的次贷危机到底应采取什么行动的争论中，缺少的是如何对整个西方世界银行体系进行仔细审计的讨论。这位日本金融家坚信，只有当日本政府最后终于下定决心，对日本的银行体制进行全面、独立的严格审计，公布了最终不良贷款的结果并迫使银行弥补所有资本亏损后，日本的金融风暴才开始平息。

其中的道理其实很简单，如果让银行自行清算自己的不良贷款，不但银行很可能会隐瞒事实真相，即使银行实话实说，投资人也不见得会相信银行公布的结果。因此，基于日本的经验，解决信贷危机所需要的不仅仅是现金，更重要的是彻底排除投资人和广大民众对金融系统普遍抱有的不信任感。

现在看来，像美国财长盖特纳这样重要的金融人物终于吸取了日本的教训。事实上，盖特纳应该十分了解日本的经验和教训——他曾在日本金融界工作过。人们可以就最近公布的银行压力测试的结果是否完全准确而进行无休止的争论，但有一点是毋庸置疑的，即这次压力测试，基本上是全面和深入的。也就是说，在目前被浓厚迷雾笼罩的金融市场中，人们最起码可以对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些较为缺乏的数据和事实寄予一定的期望，人们最起码可以认为原来想像中的一个无底洞实际上并不是那样“无底”。

这对投资和市场的心理状态十分重要。在20世纪90年代，当日本政府犹豫不决和举棋不定时，人们对日本整个银行系统到底有多少不良贷款的估计没有任何清晰的认识。一开始时，估计的不良贷款大约为500亿美元，后来又上升到一兆美元，更有甚者，当时高盛甚至估计整个日本银行系统的不良贷款金额为两兆美元——这在当时被认为是一个天文数字。但是，当日本政府最终对日本银行进行了压力测试之后，那些不断扩大的不良贷款的估测便戛然终止。在对市场的信心开始恢复之后，实体经济也开始复苏。现在，经济学家们较为清楚地得出了结论：日本的信贷损失大概为8000亿美元左右。虽然这一数额很大，但远远没有两兆美元那样令人恐惧。

当然，谁也无法保证美国银行的压力测试是否会产生同样的效果。关键的差异是，日本政府当时只关注于拯救日本本国的银行就可以了，而盖特纳先生所面临的挑战却艰巨得多：不管他对美国银行不良贷款的测试有多么精确，谁又知道欧洲银行系统所持有的不良贷款会有多少呢？另外，美国目前的处境也无法和20世纪90年代日本的处境相比。在日本改革了自己银行的体制后，刚好遇上了中国经济蓬勃发展，这极大地带动了日本经济从谷底走出来，而美国目前的处境却缺乏这样一个有利的客观条件。

还有一个令人思考的原因是，美国政府目前所采取的政策似乎更集中于避免美国银行系统崩溃，而不是真正建立能够提供刺激经济发展所需的大规模贷款的健全的金融体制。仅仅将病人从急救名单中剔除并不意味着病人已真正完全康复，更不用说必需仰赖金融体系才能复苏的实体经济了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融危机中的美国养老金市场

肆虐全球的金融风暴扫荡了世界资本市场的几乎每一个角落。其中，深受其害的是美国的养老金资产。以401（k）和个人退休账户（IRA）为主体的美国缴费确定型养老金（DC）资产大大缩水，而美国养老金体制中的另一主要工具——收益确定型养老金计划（DB）资产也受到了巨大冲击。全球证券市场前所未有的暴跌造成了几乎美国所有类型养老金计划资产的严重缩水。据美国共同基金业界协会（ICI）的统计，到2008年第二季度末为止，美国养老金全部资产为16.9兆美元，其中8.8兆美元为DC养老金资产，8.1兆美元为DB养老金资产。这些资产代表着美国全部家庭所有金融资产的36%，并超过所有美国商业银行持有资产的总量。因此，美国养老金是美国资本市场中最大的金融机构。

金融危机对美国养老金的影响

金融危机直接影响美国养老金的有以下几个方面：（1）美国国债的收益率急剧下降。比如，三月期限的美国国债收益率从2008年初的4%左右下降到金融海啸发生时的0.04%，骤降了100倍。（2）美国信贷市场受次级债和多个大型金融机构的倒闭或破产影响出现了严重的冻结现象，使定期存款利率的差价剧增——三月期的定存利率同三月期国债利率的利差超过了500个基点。（3）信贷的冻结导致银行对企业贷款活动锐减，造成商业票据市场差价激增。比如，30天评级最低的（AR/PR）商业票据同评级最高的（AA）非金融商业票据的利差曾超过450个基点，而这两种商业票据的利差正常为15～20个基点。此外，金融风暴摧毁了金融股的表现，造成了金融股估值的暴跌。比如，标准普尔500指数中金融板块的估值从2007年初的峰值期到金融海啸发生时的2008年10月份下跌了64%。以上种种市场的危害对美国养老金的投资和注资造成了巨大的负面影响。

美国DB养老金计划的资产在2007年10月到2008年10月的12个月期间缩水了25%，损失了近1兆美元。DB养老金计划平均注资的比例下降了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90%。超过半数的DB计划的注资水平不到80%。金融危机所造成的资产亏损使资助这类计划的企业在2009年要向计划多注资1500亿美元以弥补其注资赤字。

金融危机对美国DC计划的破坏程度同样惨重。DC计划的资产在2007年10月至2008年10月之间缩水了27%。需要特别指出的是，尽管这样，却只有3%的计划参加员工停止了向计划缴费。这充分显示了以个人账户和个人投资决策为主的美国DC养老金计划抵御金融危机的能力。此外，金融危机对美国实体经济的负面影响造成了企业利润下降，导致了企业减少对DC计划的对等缴费。比如，通用汽车公司就决定暂时搁置了2008年公司向员工账户中缴纳的对等缴费部分。

DC养老金计划在金融海啸中劈风斩浪

金融海啸发生后，美国一些学者和国会议员开始对受冲击的DC养老金账户是否能提供所需的退休收入的价值提出质疑。美国许多媒体也报道说，金融海啸使美国许多自愿参加DC养老金计划的投资者从其退休账户中大量提款或停止向其计划缴费。

针对这种质疑和媒体的报道，美国共同基金业界协会（ICI）对涵盖了5250万个个人养老金账户的DC计划进行了调查。调查的结果证明，对DC计划价值的质疑和媒体对计划投资者对金融海啸反应的报道是没有根据或不切实际的。事实是，IRA和401（k）投资者在金融海啸发生之后，绝大部分一如既往地踊跃参加计划、继续缴费。调查显示，只有3.7%的计划参加者至2008年10月底为止从退休账户中提款，而这其中，仅有2.1%的参加者是以“经济困难”为由提款的。而且，金融海啸也没有使计划中贷款的活动急剧增加，只有3%的人在2008年中停止缴费。

调查还表明，绝大部分投资者在投资选择和资产配置上没有做任何变动，仅有13.5%的计划参加者对自己账户余额的资产配置进行了调整，而只有9.1%的计划参加者对其新的缴费额的投资和资产配置进行了调整。值得关注的是，这些变化从金融海啸爆发之前的2007年各类相关指数的变化类似。更有趣的是，这些行为上的变化同2000～2002年间熊市中DC计划参加者的行为十分相似。ICI同时对IRA账户的投资者进行了类似的调查，其结果同401（k）养老金计划的数据相同：几乎没有多少IRA账户的投资者在2008年间因金融海啸而从账户中提款。提款的人只占6%，而且大部分是60岁以上的老人或已退休的人。

调查更充分地显示了DC养老金账户为美国普通民众的退休收入储蓄所提供的宝贵价值。90%被调查的该类账户的投资者认为雇主资助的DC计划帮助他们“从长远着想，而不是只顾我眼前的需求”；80%以上的投资者认为养老金账户的优税待遇是自己为退休储蓄的主要动力；54%的员工表示通过公司养老金计划的自动减薪缴费而进行定存定投使他们不太为股市的波动过分忧虑；43%的员工表示如果没有企业提供的养老金计划，自己就不会为退休进行任何储蓄。

DC计划为美国人的退休储蓄和投资所带来的另一个明显价值是使其投资和储蓄能够更有效地抵抗市场的波动。譬如，在2000～2002年由科技股泡沫破碎所引起的股市暴跌及熊市中，坚持参加养老金计划的员工同投资于股市的散户投资者相比，其投资亏损较少，而且资产价值恢复得更快。这主要是由于，通过养老金计划进行的投资更加分散，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且根据定存定投和持续缴费，充分利用“投资成本平均策略”摊薄了投资成本，从而规避了一次性投资带来的较大风险。因此，养老金账户的余额在 1999～2002 年间平均只下降了 8%，而同期标准普尔 500 指数却下降了 37%。到 2006 年，养老金账户的投资回报率已上升了 79%！

在金融海啸和经济衰退的双重压力下，美国的一些公众观点诱导者和国会议员还开始就 401（k）和 IRA 所提供的延税公共政策的必要性提出疑问。针对这一疑问，ICI 进行的调查表明，85% 的 401（k）和 IRA 账户投资者强烈反对政府取消对这类养老金计划的税收优惠待遇。其中，90% 以上拥有这类账户的投资者强烈反对，而没有设立这种账户的投资者中也有 76% 的人持反对态度。对于是否应将优税待遇减少的调查，72% 的调查者反对，其中拥有退休储蓄账户的 78% 的人反对减少优税待遇，而没有这类账户的人中则有 62% 反对。虽然中产阶层和中上产收入的家庭更可能反对这种提议，但大部分低收入的家庭也不支持减少优税待遇。比如，在年平均收入为 5 万美元以上的家庭中，有 81% 的调查者反对减少优税待遇，而年平均收入在 3 万美元以下的家庭中，也有 72% 的人反对这种提议。

金融危机的爆发还使美国的一些国会议员和学术界提出由政府以国债的方式代替由个人作投资决定的 DC 养老金计划或账户，或由政府接管这些账户的投资管理。针对这些提议，ICI 对 401（k）和 IRA 账户的投资者也进行了广泛的调查。结果表明，有 87% 的人强烈反对由政府代替个人或剥夺个人对其账户资产的投资决定权。其中，拥有养老金计划账户的人占 90%，而没有养老金计划的反对者比例为 82%。对于由政府发行国债取代所有私有退休账户的提议，3/4 参加调查的投资者反对，其中以年龄在 50 岁以上的投资者或家庭平均年收入在 3 万美元以上的投资者反对的比例最高。

拥有 401（k）或 IRA 账户的投资者占反对这类建议的比例最大。主要原因是这些账户中的资金是投资者自己的储蓄，即便目前股票市场出现急剧波动和下跌的趋势，由政府来控制个人的退休储蓄和投资仍是极不受欢迎的解决办法。此外，开设了这类账户的投资者比没有参加这类养老金计划的投资者更愿意承担投资风险。在对他们所愿意承担的风险程度进行的调查中，拥有企业养老金或个人养老金账户 2/3 的人表明愿意承担平均或更高的风险，而没有参加或拥有这类账户的人中，只有 42% 的人愿意承担这种水平的风险。企业养老金计划账户的投资者对风险承受度低的倾向很可能正是他们更愿意由政府以国债的形式来代替所有这类计划的原因之一。这些不拥有企业养老金或个人养老金账户的投资者一般收入较低，年纪轻，所以没有承担投资风险的经济能力，而且对这部分人国家提供的社会保险也将占其退休收入的更大部分。

DB 养老金计划在金融风暴中艰难跋涉

在金融危机爆发之前的 2006～2007 年，美国 DB 计划领域发生了一系列事件，促使资助 DB 计划的企业不得不在金融危机爆发之后重新考虑对计划管理战略作重大改变。这一系列事件主要包括：2006 年 8 月份通过的《2006 年养老金保护法》中有新的规定，要求企业必须在 7 年之内达到 DB 计划 100% 的注资水平；标准普尔 500 企业的 DB 计划到 2007 年底，由于股市的强劲表现，其注资水平和额度超过了 600 亿美元；股票和另类投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资均表现卓越，为 DB 计划的投资带来了卓有成效的投资回报。美国税务局对《2006 年养老金保护法》中的有关规定诠释为要求 DB 计划的资产负债要进行盯市（Marked to Market）记录，使计划的注资水平要如实地反映在当期公司资产负债表上。因此，金融危机所造成的每一美元的投资亏损都要反映在公司的负债表上。

2008 年触发的金融危机使美国的 DB 养老金计划发生了巨大变化。首先，在同样拥有 DB 养老金计划的英国和加拿大，资助养老金计划的雇主企业可以通过像商业保险公司转卖其资助的 DB 计划来摆脱由金融危机所造成的对计划进行注资的法律责任和财务负担。在英国，这种养老金计划的转卖已形成明显的趋势。美国的税务局却明文规定不允许企业将其资助的 DB 计划转卖给保险公司。这就迫使美国的 DB 养老金计划只能考虑通过负债驱动型投资（Liability - driven Investment）策略和资产负债表的绝对保障来对付金融危机对其养老金投资造成的损害。金融危机造成的股市的暴跌和利率的降低还导致了标准普尔 500 企业的所有 DB 养老金计划的注资赤字至 2008 年底达到 1500 亿美元。同时，股市的剧烈震荡和经济前景的不确定性使 DB 计划投资的资产配置无所适从，更加难以规划。

因此，对 DB 计划的资产负债进行盯市的要求和金融危机所造成的股市暴跌迫使美国 DB 养老金计划的资助企业不得不完全重新考虑其对计划资产进行的投资策略和资产配置。由于计算 DB 养老金计划的注资负债量所使用的贴现率不是固定的，而是根据计划资产在证券市场中投资的表现来进行估值和确定的，这就迫使美国资助 DB 养老金计划的企业雇主不得不采用负债驱动投资的策略来保证其资产负债表的合规要求。负债驱动投资不是一个投资产品而是一个确定投资策略的程序。在制订这一投资策略的过程中，首先要明确所资助的投资策略必须要同养老金的注资负债量相匹配，必须根据其注资的法律要求和对市场的风险及投资回报率尽量准确地预测来制订相应的投资策略，在确定了计划的融资负债量之后，再对证券市场及整个金融市场的种种风险和不同资产类的投资回报率进行预测，最后选定负债驱动投资策略中应包括的各类不同性质和类型的投资解决方案和产品。

基于以上 DB 养老金计划所面临的严峻形势，麦肯锡公司所作的一项调查预测，到 2012 年，50% ~70% 的企业私有 DB 养老金计划将被冻结或终止。主要原因是，股市暴跌造成的注资水平降低，更大限度地增加了企业现金缴费与注资的负担，经济衰退给企业增加了利润的压力。这项调查还预测，到 2012 年，起码有一兆美元的私有 DB 养老金计划的资产将投资于完全不同的投资产品。2008 年间，DB 计划大量减少了对股票的投资，同时增加了对另类投资产品和固定收益的投资，76% 的 DB 养老金计划准备将投资重点从追求回报率转向降低风险，其具体做法包括：更注重提高固定收益产品的投资期限，进一步实施分散投资，增加对全球的投资和对另类投资产品的配置，进一步追求 Alpha 值和低成本的 Beta 值投资产品，考虑投资衍生产品，主要是互换和期货等投资产品。

综上所述，金融风暴无疑将已是山穷水尽的美国 DB 养老金系统进一步推向深渊。同时，这场危机还大大加快了美国 DC 养老金系统成为美国养老金体制的中流砥柱的进程。尽管金融风暴对美国的 DC 养老金资产造成了很大的冲击，但是以个人退休储蓄账户和个人投资决策为主的 DC 养老金计划参加者仍然坚定不移地在继续退休储蓄，他们在目前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融风暴中十分珍惜并坚决维护自己对账户资产的投资决定权。他们大部分具有较为稳固的长线投资的理念和目标。因此，同其他散户投资者相比，美国 DC 养老金投资者更能够承受金融危机所造成的股市剧烈波动和下跌。这无疑对在金融风暴中进一步稳定美国的资本市场起到了关键的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融风暴中，股海拾贝忙

目前金融风暴的肆虐使股市的大海不时掀起惊涛骇浪，许多投资者降帆收网，对汹涌的股市望而却步，纷纷躲进国债、货币市场基金或银行定存的避风港。然而，一些身经百战的专业投资者，如基金经理们，却以其多年搏击风浪所历练出的经验，在金融海啸的潮涨潮落中寻求捕捞股海珍宝的良机，为客户创造长线投资的价值，勇敢地成为金融海啸中的“弄潮儿”。他们在目前的这场经济危机中选股投资、配置资产的所作所为不妨为非专业的大众投资者提供一些启示和借鉴。

我最近走访了几位在美国有名的资产管理公司任职的基金经理的朋友和邻居。他们大多专职投资美国股市，其管理的基金有价值型的，也有成长型的，有专精中小盘的，也有只投大盘股的。他们所奉行的投资理念都是寻求实现长期价值，使用的都是极其严密的以基本面研究为基础的“自下而上”的选股方法。他们都一致认为，现在震荡不已、短期去向不明的股市蕴藏着众多投资良机，只有更严谨地坚持分析个股公司的基本面才会不失时机地捕捉到这些为客户创造长期价值的机会。

大卫·沃雷克是一位管理中盘价值基金（Mid－Cap Value Fund）的基金经理。他书房的墙上挂着两块黑板。一块黑板上罗列出2008年间他选出的但却没有达到其期望值的主要股票；另一块黑板上则标示出他多年总结和提炼出的在股市上升和下跌的不同时期中所奉行的不同的选股标准和基本框架。这些标准因素主要包括：在那些不容易打进的坚实的行业中占领先地位的、拥有丰厚利润率的公司和企业。这些公司都具有以下的共同点：业务规模大，成本低；资产负债表健康，债务少，能经得起长时期的经济衰退；管理层将股东利益牢记心中，能识别出不断改进利润率的机会。

“实际上，”沃雷克告诉我，“我的选股方法在目前的这种股市情况下并没有多大改变。虽然时事艰难，但我们始终将风险/回报的有机平衡铭记在心。”他管理的基金中的重仓股包括Nexen、西南航空和Hershey Foods。Nexen是加拿大的一家生产石油和天然气的公司，已将数百亿美元投资于基础

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设施建设，使其在从蕴涵丰富油质的矿砂中提取石油的业务方面处于十分有利的地位。西南航空是目前美国最大的航空公司。沃雷克认为，在目前经济低迷时期，西南航空有扩大市场份额的最佳优势。至于 Hershey，是全球食品公司的名牌，虽然近期管理层的变动导致了一些混乱，但金融危机爆发后其股票的表现一直优于标准普尔 500 指数。沃雷克认为，随着公司对新产品和市场营销的追加投资，将会有更好的起色。

小盘股与大盘股相对总收益的对比见图 1。

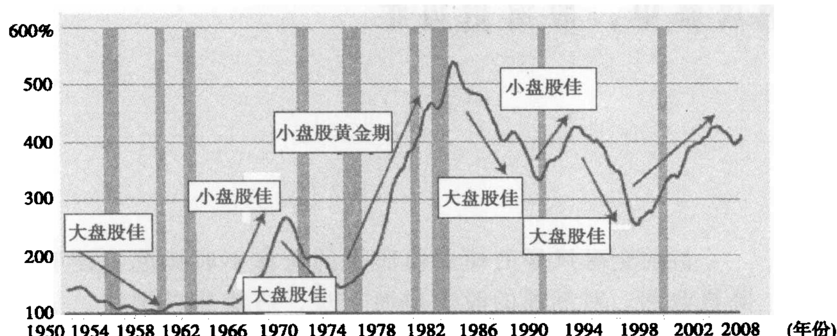


图 1　小盘股与大盘股相对总收益对比

注：图中显示小盘股和大盘股的相对表现。当曲线上升时，小盘股的表现优于大盘股；当曲线下跌时，大盘股的表现则优于小盘股。小盘股的表现近 10 年内的大部分时间里都超过大盘股。阴影区代表衰退期。截止时间是 2008 年 12 月。小盘股：Ibbotson 1950 ~ 1977 年；Russell2000 1978 年至今。大盘股：S & P 500 指数。

来源：Leuthold Group。

股票质量是核心

约翰·莱纳翰是一支大盘价值股票基金的首席基金经理。他采取一种在“防卫”型股票和“激进”型股票间相平衡的选股策略。他钟情的个股包括微软、3M、Home Depot 和 IBM。他说：“目前的形势下，最具防卫性的股票，其估值也最不吸引人。但经济前景叵测，选投太激进的股票也毫无道理。”

普格利亚是我的邻居，操盘其公司的蓝筹成长基金。他也同样将诸如可口可乐和沃尔玛这类相对“防卫”型的股票同 Hewlett – Packard 和耐克这样对经济周期敏感的股票混合持仓。他还很有胆识地选购了像 Franklin Resources 和 Charles Schwab 这样的优质金融股。沃雷克也喜欢某些高质量的金融股，他尤其喜欢位于纽约罗杰斯特市的 First Niagara Financial Group 和位于圣路易斯的 Commerce Bancshares。

另外，我所走访的几位基金经理都很看好科技股。“这些股票相对便宜，经济复苏时会有抢眼的表现。”罗伯特·夏普斯是一位管理机构成长股票策略的经理，他就特别钟情苹果电脑。他认为苹果公司在新技术的发明创造上领先业界，现金流也十分充足。夏普斯认为，科技股从 21 世纪初的互联网泡沫破碎后，在相对的基础上，就没有真正恢复元气。

“目前，股市似乎在宣称，长时间里没有增长的前景”，夏普斯凝重地望着我说，“但即便是在艰难时期，有些公司的成长前景也要比另一些公司的前景好。而一位成功的基金经理就应具有在股市的潮涨潮落中捕捞和挑选这类股票珍贝的慧眼和胆识！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



牛市中点评新兴市场前景

2007年伊始，美国普信资产管理公司负责国际和全球基金投资管理的基金经理对世界新兴市场的投资前景进行了评估。他们认为，同发达的证券市场相比，在2007年内，由亚洲，特别是中国及拉美股市所率领的世界新兴市场将继续为全球和国际共同基金的投资勾画美好的前景。

普信的基金经理们认为，在过去的几年中，世界新兴市场的投资表现十分抢眼，这主要得益于以下几个关键因素：

（1）较为健康的财政与货币政策。

（2）大大改进了的公司管理体制，包括对股东回报的关注。

（3）许多占据新兴市场重仓的自然资源股票表现优异。

另外，这些国家和地区的基本宏观经济状况也不断得到改善。因此，不像在20世纪90年代那样，个别地区所产生的政治动荡会为这些地区的经济发展带来消极影响。

普信的基金经理们也告诫大家，近几年，新兴市场股市的估值同发达市场股市相比已不再低廉，按目前的标准来看仍然是合理的。“新兴市场同发达市场股市估值上差别的缩小是由新兴市场几年来的高回报率所造成的”，普信新兴市场股票基金的基金经理奥德森说，“这种高回报率已经逐渐反应在股票的价格之中。因此，我们过去对这些新兴市场股市的估值已不再准确。”“展望2007年，我们认为新兴市场同发达市场相比，两个市场股市的表现将基本并行不悖，不大可能还会出现新兴市场股市的表现超越发达市场股市表现的现象。”普信国际股票基金的基金经理史密斯也这样评价。

拉美市场

普信的基金经理们对世界三大新兴市场之一的拉美地区持谨慎乐观态度。同亚洲和新兴欧州及地中海地区相比，拉美股市的股价更便宜。奥德森认为，在三大新兴市场中，拉美股票的回报预期最高，特别是巴西和墨西哥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总统大选已落幕，过去一年的政治动荡已消失。“除非商品价格突然暴跌，否则拉美股市相对的低值和稳定的盈利增长将使股市继续飚升。”普信拉美基金的经理潘卡罗也认为，随着巴西和墨西哥央行的持续降息，整个经济形势和公司盈利的前景将很乐观。

新兴欧洲市场

奥德森认为，虽然近几年新兴欧洲和地中海地区的 GDP 增长总体来说很高，但这一地区的股市投资前景却喜忧参半。比如，俄罗斯的股市大部分为能源公司所垄断，虽然在 2006 年是新兴欧洲地区的佼佼者，在 2007 年却仍将为石油价格的波动所左右。受到预算和贸易赤字、上升的利率和疲软的货币困扰的国家，如匈牙利和土耳其，将在近期内继续挣扎前行。从长远来看，土耳其的经济将大大得益于加入欧盟。

虽然中欧地区的股市近年来受到宏观经济条件和股价估价过高的负面影响，但像保加利亚和罗马尼亚等东南欧国家的股市会因在 2007 年加入欧盟而得益。

亚洲（日本除外）股市

2007 年，亚洲股市的表现最为抢眼，特别是中国、印度和菲律宾等新兴市场股市的攀升更是令人羡慕。受到经济飞涨和人口相对年轻化的积极推动，大中华地区的股市，特别是中国大陆的股市，在世界股市中独占鳌头。在新加坡管理普信新亚洲基金的基金经理戴达斯克认为，2007 年亚洲国家的货币将走强。此外，他还认为，虽然中国的企业质量同其他新兴市场地区企业的质量相比稍差，但中国的经济发展速度健康，企业质量也在不断改进。他认为，从全球来看，他最看好中国的股市。中国企业的管理机制和盈利率都有了长足的改进。虽然风险犹存，但形势已大大改观。

总体来讲，普信的基金经理们认为，新兴市场的长期投资前景是美好的，但也同时存在很大的风险。特别是近年来，大批资金已涌入这些股市，从而造成了资金突然大量倒流的潜在风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四篇

洋为中用

——他山之石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融危机中来自美国基金业的建言

在目前金融风暴席卷全球的情势中，美国许多金融机构，如投资银行、商业银行、保险公司和证券公司纷纷陷入危机，相比之下，资产管理公司，特别是独立的、不依附于其他金融公司的资产管理公司，却能稳坐钓鱼台。为什么美国基金业能够在金融风暴的冲击下独善其身？美国的资产管理公司在其抗击股市的暴风骤雨中的发展历程能够为中国基金业提供什么样的经验和教训？

美国基金业发展壮大的原因所在

美国基金业自 1924 年发行第一支共同基金到现在已经有八十几年的发展历程。纵观这一历程，时而风和日丽，时而风雪交加，期间经历了 20 世纪 30 年代初的股市崩盘和经济大萧条、第二次世界大战中金融体系的崩溃、20 世纪 70 年代中的经济衰退、1987 年股市崩盘、21 世纪初科技股泡沫的破碎和目前次贷危机引起的全球性金融危机。经历了无数风雨砥砺的美国基金业到目前已发展成为具有近 12 万亿美元管理资产的美国最大的金融机构，规模超过了商业银行。在这 12 万亿美元中，近 6 万亿美元投资于股票基金，近 2 万亿美元投资于债券基金，而近 4 万亿美元投资于货币市场基金。金融风暴开始以来，美国“基民”们从股票基金中赎回的资产量仅占美国基金业全部股票基金资产量的 1.3%，而且从目前的赎回情况来看，赎回的趋势已有所减缓。1987 年的股票市场崩盘后，整个股票基金的赎回也只占全部股票基金资产的 3% ~4%。美国共同基金业八十几年发展壮大的历史背后有什么样的成功经验呢？

美国基金业发展壮大的最主要的因素是建立了一个较为强大的监管体制，将其唯一目的集中于保护投资者的利益。在美国，共同基金的运营受制于美国全部 4 个有关证券法规的监管，即《1940 年投资公司法》、《1940 年投资顾问法》、《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》。《1940 年投资公司法》树立了通过对共同基金实行严格监管而有效的管理美国共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的典范。比如，该法禁止基金发起人和管理人向基金出售任何证券，要求基金的资产必须由独立的托管人进行托管，对基金的杠杆作用和功能进行严格的限制，还要求共同基金必须由多数独立于基金发起公司的独立董事进行管理等。此外，投资公司法是由美国证券交易委员会（以下简称美国证交会）负责实施监管的，而美国证交会是一个独立的、有强大监管力度的政府监管机构，这同引发美国目前次贷危机的金融衍生产品非常松散的监管体制或没有任何监管的情况形成鲜明的对照。总之，美国的基金业具有坚强的管理体制，严格的监管机构，从总体来讲，能够进行严格合规的基金管理，这对于培养和发展公众对美国基金业的信心和诚信度起到了最关键的作用，也是美国基金业得以成功发展壮大的最主要的原因。

美国基金业成功发展的第二个重要因素是拥有相对开放的基金业市场，即没有从法律和行业运营的角度设立任何进入基金市场的障碍，这就大大刺激了美国基金业的良性竞争，从而起到帮助美国基金业健康成长的作用。比如，在美国可以发行共同基金的金融机构包括各种金融公司——投资顾问公司、证券公司、保险公司、商业银行、实业公司和任何外国金融机构。相对开放的市场鼓励良性的竞争，从而在发展产品和客户服务方面很快能满足投资者的需求并为投资者提供具有合理成本的投资产品。

美国基金业发展壮大的另一个重要原因是多种基金销售渠道同时并举的合理营销格局，使基金投资者能够十分便利地申购和赎回共同基金。目前，美国共同基金的销售渠道包括银行、券商、保险公司以及基金公司本身或者如 401（k）等企业雇主所资助的退休金计划。这其中需要着重提到的是企业养老金对美国基金业发展的重要贡献。共同基金对美国以 401（k）养老金计划为主体的缴费确定型养老金计划是一个十分理想的投资产品。多种不同类型的共同基金为养老金计划参加者提供了包括各种风险与回报特征的广泛的投资选择范围，而且共同基金每天报价，可以随时进行申购和赎回使投资者可以在不同的基金之间进行投资转换。此外，共同基金必须根据法律的要求向投资者提供招股说明书和年度报告，而大部分其他金融产品都没有这种严格信息披露的要求。通过电脑、电话、金融报纸和其他媒体，养老金计划参加者可以很容易地查询其养老金账户投资的结果。

基金公司经过多年的努力和尝试已开发出十分丰厚的、有效的投资者教育资料，协助养老金参加者作出适当的投资决定。尤为成功的是教育投资者要进行长线投资。受益于多年的长线投资教育，投资于美国共同基金的投资者大部分都抱有长线投资的理念。据美国基金协会的调查，84%的基金投资者声明其投资的目标是为将来退休而进行储蓄。根据美国基金协会的调查，典型的投资于基金的投资者为中产阶级，40 多岁，大部分人已婚并有工作，而且拥有平均为大概 8 万美元的金融资产，年收入在 10 万美元左右。

退休养老金对基金的投资和成功的投资者教育，在美国基金业在经济形势和证券市场发生波动时能够有相对稳定的资金流和较小的赎回量方面起了关键的作用。根据美国有关法律的规定，通过企业养老金进行储蓄的资产不能在退休之前随便提出。此外，就为退休而进行储蓄的投资者的心理而言，即便是在经济进入衰退或证券市场下跌的情况下，他们仍会愿意将自己收入的一部分定期储存到养老金账户中，从而为基金业提供源源不断的资金流。最后，由于投资于共同基金的投资者大部分持有长期投资的理念，他们对证券市场短期内的波动不大会产生惊慌失措的强烈反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力争做基民们的“受托管家（Fiduciary/ Steward）”

美国基金业八十几年的发展历程证明，资产管理业是一个以诚信为核心的行业。基金公司所开发的产品是一种无形的产品，而开发这种产品的成功与否取决于购买这种产品和服务的投资者对该基金公司信任与否。归根结底，最核心的理念是投资者把辛辛苦苦挣来的钱交给基金公司进行投资管理，这其中最关键的因素是对基金公司职业道德和投资能力的充分信任。没有这种信任，就没有美国基金业的发展。在英美的海洋法体系中，有一个概念叫做“fiduciary”，翻译成“受托管理人”较为贴切（该概念与“受托人”不同。受托人的英文单词是“trustee”）。此外，美国基金业常将自己看作客户的“管家”，其英文是 steward。美国基金业多年来的经验证明，基金公司只有将自己看作是基民们的受托管理人或其资产的管家，才能够真正将客户的利益放在第一位，并且将这一理念贯穿于其资产管理的每一个环节之中，从而赢得客户最宝贵的信任。而这种信任又是十分脆弱的，要花漫长的时间和艰苦的工作和努力才能赢得，但稍有疏忽就会瞬间失去。美国基金业的发展历程表明，一旦失去这种信任，重新赢得信任将要付出加倍的努力。

为了赢得客户的信任，一个投资管理人不仅要能够为客户提供长期风险调整后的卓越的投资回报，还要提供有效的沟通渠道，高质量的、有效果的投资教育，因人而异、有使用价值的投资咨询服务和最高水平的客户服务。以上所有服务的首要问题是在业务运营的每一个环节讲诚信、讲道德、提供透明、专业的服务，时刻将客户利益放在第一位。

将客户的利益永远放在第一位的理念听起来十分简单，但在基金公司运营的每一个环节中贯彻这一理念却十分不易。在这方面，美国基金业既有成功的经验，也有失败的教训。比如，20 世纪 90 年代末和 21 世纪初，美国基金业对制造科技股泡沫就起到了推波助澜的作用。美国的一些基金公司，为了片面追求本公司的利润，不顾投资者和客户的最佳利益，忽视了对众多科技公司基本面的合理研究，片面地迎合市场和公众对科技股狂热的失去理性的追捧，在不到一年的时间里就推出了 116 个新的科技型基金，其中包括 40 个网络基金以及 378 个新的成长或激进成长型基金。当科技股泡沫破碎之后，大部分新开发的科技型基金都为投资者带来了惨重的损失，许多基金不得不最后关闭或同其他的基金合并。再比如，在 2003 ~ 2004 年间，美国基金业发生了盘后交易和择时交易的违规操作丑闻。这也是一些基金公司完全不顾投资者利益，片面追求自己的利润率，而为客户造成很大损失的范例。以上情况的发生并不是因为美国基金业缺少严格的监管体制和法规，而是参加这些违规操作的基金公司的最高管理层忽视了将客户利益放在第一位的最重要的诚信原则，而只把追求本公司的利润和扩展自己管理资产的规模作为唯一追求的目标。

美国普信资产管理公司的创始人 T. Rowe Price 先生曾说过：“如果你很好地照顾了客户的利益，客户就会很好地照顾你。”这一至理名言已经作为美国普信资产管理公司自 1937 年成立以来一直贯彻的业务原则。根据这一方针，普信制定了“客户利益第一，员工利益第二，股东利益第三”的运营理念，并在多次金融风暴和危机中为其客户提供了优质的投资服务，很好地维护了客户的利益。比如，在这一原则的指导下，普信根据其坚实的对基本面的研究，在科技股泡沫产生之前的一年就看到了对科技股狂热追求的不合理因素，从而逐渐减少了对科技股的持仓，并尽力说服其客户采取相同的行动。这种做法在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技股泡沫破碎之前曾遭受很大的压力和媒体的批评。但是，普信的基金经理们严格遵照将客户利益放在第一位的原则，顶住压力，在公司本身的利润受到影响的情况下坚持自己对基本面的分析和所得出的结论，最终在科技股泡沫破碎引起市场暴跌的情况下成功保护了客户的利益，没有为客户带来惨重的损失。在同一原则指引下，普信公司又成功在次贷危机爆发前的近一年时间里分析和判断到次贷金融衍生产品中所含的不合理因素，并开始撤出对次贷金融产品的投资。虽然在短期内，公司的利润受到了影响，但最终再次证明了其运营理念和方式都是正确的，成功保护了投资者的利益。

以上经验和教训可以为中国基金业的发展提供很好的思索和借鉴。基金公司在发展中，切忌为迎合一时市场的潮流和公众的兴趣来开发基金产品，切忌只片面追求发展未来客户而忽视现有客户的最佳利益，切忌只一味为扩大管理资产的规模而扩大业务。此外，中国的基金管理公司应该在为中国基民们提供有效的高质量的投资教育方面起关键的作用，要注意引导基金投资者建立长线投资的牢固理念，而不被某些基民们短线操作、追求快速赚钱的做法相左右。

总之，美国基金业的发展历史表明，凡是将自己看作投资者的受托管理人和受托管家的基金管理公司，其业务发展和运营效率都有更好的表现。特别是在这次金融海啸中，大浪淘沙方显出英雄本色。根据美国基金业最近的一项调查，越来越多的基民将其资产投资于具有以下特点的具有受托管家运营风格的基金管理公司。

1. 股票基金的平均管理费最低。
2. 基金中的投资股票最为分散和多元化。
3. 同时拥有低成本、高质量的债券和货币市场基金的产品线。
4. 在基金产品开发中从不迎合市场的潮流和公众的趣味。
5. 投资组合中股票买卖的翻转率（Portfolio Turnover Rate）相对较低。
6. 基金的缴税效率低。
7. 基金本身的员工对其基金产品的持有期最长。

这一项调查还表明，大部分拥有以上特征之一的基金管理公司几乎同时拥有其他所有以上的特征。这些基金管理公司在历次市场波动中都表现得最好。

坚持以基本面研究为基础、以长线投资为目标的投资理念

肆虐的金融风暴冲垮和淘汰了许多金融产品，如对冲基金、130/30 长短仓策略、结构性衍生产品、按揭支持证券、信贷违约掉期等。相比之下，坚持以基本面研究为基础，采取传统的、以长线投资为目标的投资理念和方法的基金公司和传统的基金产品却经受住了金融风暴的冲击，脱颖而出。欧洲基金业协会最近一项研究表明，将近 50% 的对冲基金和相当部分的私募基金在这场金融风暴过后将会破产或垮台。坚持建立在资产配置和长线投资基础上的传统基金产品不仅有利于顺利战胜这场风暴，而且这些产品会进一步茁壮成长。

因此，美国基金业深刻地认识到，在投资产品的设计上，在投资理念和方法上，必须继续坚持经过几十年时间和多次股市风暴考验的最基本、最传统的资产管理方法和原则：

1. 必须继续坚持自下而上以研究投资对象公司资产负债表和质化分析为基础的基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面研究的投资分析方法。

2. 必须继续贯彻资产配置和分散投资的最基本的投资原则。

3. 必须坚持长线投资的目标，追求长期价值的实现，而此种方法必须集中研究一个公司本身的内在价值，而不是其股票的价格。

4. 必须时时牢记投资于其基金产品的基民们所实现的投资收益，是投资于金融市场所获得的回报减去销售渠道中介人的成本的结果。

5. 必须继续努力降低基民们投资于共同基金的成本，如管理费、营销佣金、后台运营成本和组合内股票买卖翻转的成本。

6. 必须时刻牢记金融市场过去的回报表现不能作为对投资进行精算分析的基础，必须真正认识到投资金融市场本身的不确定性的实质。在基金公司向基民们不断宣扬投资基金将获得投资回报的时候，必须同时做好对基民的宣传和教育，使其牢记投资基金也会产生亏损。

以上美国基金业在这次金融风暴中所总结出的投资理念和方法上的结论，也可为中国基金业在目前的金融风暴中绕过激流险滩，胜利向前，提供很好的借鉴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国人是如何卖基金的

在20世纪80年代之前，美国所有的共同基金都只有一个单一的股份类——一只共同基金的所有份额都以同样的形式向不同的投资者销售。

绝大多数共同基金通过证券经纪人销售，由经纪人向投资者提供投资顾问咨询和其他服务，投资者则通过申购费来支付服务费。有些共同基金则通过直销的方式出售给投资者，这种方式没有任何申购费和服务费，投资者也不享受任何投资咨询服务。

美国共同基金的销售渠道自从20世纪80年代以来经历了显著的扩充——每一个营销渠道都提供不同的相关投资服务。基金管理公司也随之创建出新的共同基金，或将同一只基金根据营销方式分成不同的股份类别。随着营销渠道的扩展，许多公司开始放弃早先单一的做法，转而采用多种营销渠道的销售业务模式。

另外，从20世纪80年代以来，美国共同基金业开始采取其他的销售方法和费用支付方式来推销基金。新出现的支付方式包括以投资于共同基金的资产额为基础的服务费，一般是与前端后端的销售申购费结合在一起的。

在很多情况下，同一只共同基金中设立不同的股份类别，这些不同类别的基金都投资于同一个资产的投资组合之中。然而，每一个类别为投资于该股份的基金客户提供的服务和支付证券经纪人费用的方法是不一样的。

美国目前的共同基金中大部分基金都具有多种不同的股份类别，多种类别的结构使共同基金能够为具有不同需求的投资者提供不同的营销和投资服务。结果，基金投资者获益于以较低的费用而获得更如愿的营销和咨询服务。

由于一只共同基金的每一个不同类别都是同一个投资组合的一个部分，投资于该共同基金不同股份类别的投资者就会得益于为同一投资组合进行专业管理的经济效益。每一个类别都支付同样的基金管理费用，而在其他营销和咨询服务费用方面的不同，则反映了向不同股份类别所提供的不同的销售和咨询服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金营销的变化带来了共同基金营销开销额的明显降低。也就是说，投资于共同基金的投资者所需支付的购买共同基金的费用明显降低。

美国共同基金营销费用的降低既反映了共同基金互相竞争的发展态势，也反映了其他低费用分销市场和 401（k）养老金计划等市场的进一步扩大，以及向公共投资者所提供的低费用投资咨询服务的产生。

按客户结构划分基金类别

1980 年以来，美国共同基金经历了巨大的变化。到 2002 年为止，共同基金中一半以上都拥有两个以上按持有人的服务需求划分的股份类，而在 20 世纪 80 年代初，几乎所有的美国共同基金都没有对持有人分类。

一只共同基金的客户结构从单一股份类向多元股份类的转变，反映了两方面的发展。第一是在使用多种销售渠道战略后，许多共同基金根据不同的分销服务和开销安排设立了不同的股份类。第二是在投资咨询营销渠道中对多元股份类共同基金的使用，为基金投资者提供了支付金融顾问服务费用的几种不同的方法。大多共同基金通过三种不同的股份类提供三种不同的支付计划，每一个支付计划都包括不同的销售费用和以投资资产价值为基准的服务费用。

以下将详细讨论并介绍美国共同基金中多元股份类共同基金的资本价值，首先从通过投资咨询销售渠道营销的 A、B 和 C 股份类的基金开始，然后进一步介绍向机构投资者、养老金计划、注册投资顾问和教育储存计划所提供的其他股份类的共同基金。

A、B、C 股份类的共同基金

采用多元股份类结构的一个特点就是向通过投资咨询销售渠道申购基金的投资者，提供支付投资顾问等金融专家服务费用的不同的支付方法。在这些营销渠道中所销售的共同基金的股份类一般被定为 A、B、C 类股份。

A 类股份。A 类股份一般代表着支付投资咨询服务的传统支付方法，通常带有前端申购费，在申购新的基金股份时才附加上。当 A 类股份向同一个基金家族中的其他基金进行转换交易时则不另附加前端申购费。除了前端申购费以外，A 类股份通常还设有年度性的 12b－1 费用，用来支付经纪人或其他基金销售专家为基金持有者所提供的相关服务。一般来讲，基金股份类作为一个整体来支付这个费用，而每一个基金持有人则间接地承担这一开销。这一费用一般先支付给基金的分销商，由他们按季度支付给提供相关服务的经纪人。

B 股基金。B 股基金即没有前端申购费的以净值出售的基金股份类。申购 B 股基金的投资者通过一个年度的 12b－1 费用和延缓的申购费用的混合来为其经纪人所提供的投资咨询和其他相关辅助性服务付费，年度的 12b－1 一般为 100 个基点。延缓的申购费一般是在 B 股基金进行收回时才需要支付，一般是基于申购开销和成本或基金股份当时的市场价格来决定。延缓申购费在 B 股基金所持有的第一年定在 5%。之后，延缓申购费以一个百分点的单位逐渐减少，直到第六或第七年降到零为止。在 6 年或 8 年以后，B 股基金一般会转变为 A 股基金，从而将其年度 12b－1 费用从 100 个基点的水平降到 A 股基金的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

申购 B 股基金将所需向经纪人支付的费用在持有时期分摊开，而不是像 A 股基金那样一次性支付。这样，A 股基金和 B 股基金之间的费用比率实际上就等于 B 股基金的 12b-1 费用中用来支付经纪人的前端服务费用的那一部分。到 2001 年时，美国股票基金中 B 股基金的平均年费用率要比同一个基金的 A 类股份高出 72 个基点。

C 股基金提供了第三个支付投资服务和其他相关服务的费用选择。C 股基金一般也是以净值的方式在没有前端申购费的情况下出售，是通过一个年度的 12b-1 费用（100 个基点）和在第一年中附加 1% 的延缓申购费支付其分销成本和开销的。在第一年之后，对 C 股基金的赎回就不需再支付任何延缓申购费。基金的分销商以申购价格 1% 的形式向出售基金的经纪人支付前端的申购费，但是从第二年开始，便将全部的 12b-1 费用继续付给该经纪人。C 股基金一般不转变为 A 股基金，因此，每年 100 个基点的经纪人服务费用在整个基金持有期都要进行支付。由于具备这个特点，C 股基金经常也被称为永恒申购费股份基金。

虽然美国共同基金经历了新的股份类的扩充和发展，A 股基金仍然占所有基金资产的大多数。在 1990 年，长期投资共同基金带申购费的不同股份类资产的 75% 是 A 类股份。到 2001 年为止，A 类股份仍然占 69%。B 类股份共同基金是占资产额第二大的股份类共同基金，到 2001 年为止占股份类共同基金资产额的 21%（1990 年占 19%），而 C 类股份的资产则从 1990 年的 1% 增长到 2001 年的 6%。

其他股份类的共同基金

近年来，美国基金业还根据市场的要求和共同基金营销及开销上的设计建立了新的股份类。这些股份类主要是面对一些特别的投资者或是针对特殊的营销渠道而设计的。

机构投资者股份类的共同基金一般不带有任何申购费，也基本上不带 12b-1 费用。机构投资者股份类最主要的销售对象是由企业所资助的养老金计划，如 401（k）计划。这类股份也时常销售给大型的机构投资者和财富净值数很高的个人投资者。

投资咨询这一股份类主要是为那些以投资资产为计算基准的注册投资顾问设计的，一般不带有前端申购费或延缓申购费，但带有数额很低的 12b-1 费用，用来支付投资顾问们为基金股东提供相关服务的费用。在此基础上，投资顾问一般另外向其客户收取额外的以其资产数量为计算单位的服务费用。

养老金和 529 计划股份类共同基金的结构设计是为了专门销售于 401（k）计划的市场并由证券经纪人来推销的。这一股份类为向该类计划所提供的 A 股基金提供了另外一个选择。529 计划是指父母为其子女将来上大学和读研究生支付学费所建立的税收优惠教育经费节约计划。为了向这类计划进行销售，美国的共同基金公司近年来专门建立了向该类教育储蓄计划进行销售的专门的 529 计划股份类。

营销费用大幅降低

1980 年以来，美国的长期投资基金中营销费用有了明显的降低。1980 年，申购股票基金的投资者平均要支付 1.49% 的申购费，而到 2001 年为止，股票基金的营销费用为 40 个基点，比 1980 年降低了 73%。债券基金的营销费用也同样显著降低，从 1980 年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

82 个基点降到 2001 年的 33 个基点，降低了 60%。我们将介绍美国共同基金业计算其营销费用的方法，并分析营销费用近年来大幅度降低的主要原因。

营销费用的明显降低是美国共同基金业几个方面发展的结果。就债券和股票基金来说，营销费用降低的原因部分源于带销售费用的基金类别向不带销售费用的基金类别转化。不带销售费用的基金类别，是不带申购费和带有不超过 25 个基点的 12b－1 费用的共同基金类别，在 1980～2000 年期间，股票基金不带销售费的类别的百分比从 34% 涨到 58%，而债券基金不带销售费的基金类别则从 47% 涨到 64%。销售费用的下降还在一定程度上反映了投资者投资行为的改变，因为越来越多的投资者选择销售费用低廉的基金，而同时通过 401(k)养老金计划和其他独立的金融投资顾问所销售的不带销售费用的股份类基金也促成了基金营销费用的进一步降低。

营销费用降低的另外大部分原因是代销售费用基金类别本身销售费用降低。比如，带有销售费用的各股份类的股票基金从 1980 年的 227 个基点降到 2001 年的 90 个基点，降低了 60%，而债券基金带有销售费用的不同股份类的平均营销开销则从 1980 年的 155 个基点降低到 2001 年的 88 个基点，降低了 43%。

带有销售费用的共同基金本身销售费用平均值的降低反应了几个因素：

首先，基金公司为了同不带销售费用的基金进行竞争而不得不最大限度地降低前端申购费的限额，降低费用大部分是 20 世纪 80 年代开始的。在 1980 年，前段申购费的最高限额平均为 7.4%，而 60% 的资金带有 8% 以上的最高的前端申购费的限额。到 2001 年，前端申购费的最高限额降低到 4.9%，其中将近一半的带有前端申购费的股份类基金将其前端申购费降低到 5% 以下。

其次，前端申购费最高限额的降低也造成了以申购数量作为计算基准的折价数额的降低。折价突破点的数额是，如果申购基金达到一定数量，其申购费从那个数量开始有所降低的点。一般情况下，通货膨胀可能使一般收入者的收入有所提高，而且不断增长的股票价格也使投资者的资产值上升，使中等收入的家庭和小型投资者能够更容易符合申购费降低的标准。另外，大多数基金公司为大量申购基金而将其最低的前端申购费降为零，而在 1980 年以前最低前端申购费只降至 1%。

最后，通过养老金计划购买基金量的不断增加，使通过这些计划购买附带销售费的共同基金时，前端申购费被降低或完全免除，这也进一步造成附带销售费股份类基金营销开销的降低。此外，通过以资产量为计算基准而收费的投资顾问所购买的带有前端申购费的基金股份有很大的增长，而通过投资顾问购买基金时，投资顾问都将其前端申购费完全免除而要求投资者直接支付其服务费用。

以 12b－1 费用代替申购费

在美国证交会于 1980 年采纳 12b－1 法规之前，所有美国共同基金的营销开销都是前端申购费。这一法规被采纳之后，共同基金开始采用根据这一法规所制定的 12b－1 营销计划的速度很缓慢，但到 1990 年时采用这一营销计划的共同基金达到了 61%，到 2001 年更达到了 92%。

随着共同基金越来越多地采用 12b－1 销售计划，以资产量为计算基准的营销费用也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得了很大的增长，占带有申购费股份类的股票基金营销开销的48%和债券基金的营销费用的49%。实际上，带有销售费用的股份类基金已经将以资产量为计算基准的服务费在过去20多年的时间里逐渐代替一次付清的申购费。

美国共同基金对12b－1费用的使用

虽然根据有关法规规定，12b－1费用可以用来支付任何与基金销售有关的开销，但实际上这笔费用主要用来支付专业的基金销售人员为基金持有人所提供的投资咨询和相关服务的费用。2004年对美国所有共同基金公司进行的一项调查发现，12b－1费用中63%是用来支付证券经纪人和其他类似的基金专业推销人员的费用。这一费用中包括支付证券经纪人销售基金的服务、用贷款预支证券经纪人销售基金的财务开销，以及支付基金管理公司有关销售人员的工资等。12b－1费用的32%用来支付第三者机构为基金股东所提供的账户管理和其他相关服务的管理费用。12b－1费用中只有5%是花在广告和其他基金促销的业务之中，包括印刷和邮寄招股说明书及其他说明材料。

在过去的20多年中，美国共同基金营销的变化使投资者能够在申购基金方面获得更多样和更方便的专业性服务。美国的基金管理公司能够将其基金和基金中的股份类针对不同投资者的需要，设计成不同的服务和不同的支付方法。新的营销渠道使共同基金更容易为广大民众投资使用。美国共同基金营销开销的巨减，进一步使基金成为深受普通百姓欢迎的投资工具。

五种渠道卖基金

20世纪90年代期间，越来越多的美国共同基金公司开始通过多种营销渠道进行销售，为共同基金在同一个营销渠道中进行竞争提供了良好的条件。下面我们详细看一看各营销渠道的特点。

（一）直销渠道

在直销渠道中，投资者直接向基金公司购买或赎回基金的份额，资助或管理共同基金的公司并不向投资者提供任何投资咨询服务，投资者必须自己对基金进行研究和挑选。当然，基金公司往往会向投资者提供各种投资决定的辅助性工具和产品。

共同基金公司要向投资者提供如下服务：每一季度的账户报告、记录保持、交易额。基金公司一般都有自己的网站和电话服务中心，以供直销客户使用。

（二）投资咨询营销渠道

投资咨询营销渠道的主要特点是提供由专业的金融和财务顾问提供的投资引导、辅助和咨询服务。这些顾问人员中包括全国性的证券公司中提供全方位服务的股票经纪人、独立的金融计划师和顾问，以及银行和保险公司的注册营销代表。投资咨询顾问帮助投资者制订其退休、税务管理、教育经费储存及家产计划等各种金融目标和财务目标，为客户评估其所能承受的风险程度，并据此为其选择适当的共同基金和其他投资产品。如投资者对他们所投资的共同基金有任何问题的话，这些金融计划师和投资顾问一般会直接解答，而不是由共同基金公司来提供服务。

投资者除了要付共同基金管理费和其他费用之外，还必须向为其提供投资咨询服务的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融计划师或顾问支付服务费。这种服务费以一次性的销售佣金或年度服务费的形式支付。也有一些金融计划师或投资顾问直接向客户收取服务费，收费一般根据其所管理的账户资产的金额来定，通常为1%至2%。

（三）养老金计划销售渠道

在20世纪90年代，类似401（k）养老金计划的缴费确定型养老金计划成为美国公众投资者申购和投资共同基金的主要渠道之一。截至2000年，缴费确定型养老金计划的资产有一万亿美元投资于共同基金，比1990年的670亿美元增长了近1.5倍。此外，美国共同基金客户中的62%在缴费确定型养老金计划中持有共同基金的账户。

资助缴费确定型养老金计划的企业主要依靠第三者机构对其计划进行账户管理，并为计划参加者提供投资服务，而第三者管理机构一般提供账户管理和其他行政管理方面的服务，并协助计划参加者进行投资选择。这些选择一般包括共同基金保值投资合同、固定价值基金和公司股票，还包括为计划参加者提供教育材料和组织其参加研讨会，向他们解释养老金计划的作用、目的、各种投资选择的特点，以及一些投资原则等。这些养老金管理机构或公司还为参加者提供其他相关的服务。比如，设立电话问答中心，发展并维持电话自动声音对答系统，建立并维持向养老金计划参加者提供各种信息的相关网站，为计划参加者提供账户报告、每日投资交易记录和年度性的税务报告。

（四）基金超市销售渠道

基金超市的最重要特点是提供无交易费服务。由一个折价券商所提供的无交易费销售服务可以包括数千只基金，为投资者提供了很大的便利。

基金超市一般不向投资者提供投资咨询服务，投资者必须自己作调查研究，也有许多资金超市提供协助投资者的多种多样的产品和工具。此外，基金超市还为投资者提供了一个便利的平台，投资者可以对大量的共同基金进行研究比较，获得相关基金的材料并申购基金。

基金超市中每一只基金只持有一个单一的总账户，并为该共同基金保管基金股东的交易记录。基金超市还向基金持有者提供综合性报告，将说明书分发给基金投资者，还向其提供相关的财务报告、招募说明书和税务报告。此外，由于基金超市与个人投资者保持直接关系，基金持有者可以通过电话服务员和网站来获取其账户的有关信息，大大减少了基金公司提供这些服务的直接开销。

投资者还可以通过基金超市购买那些不参加无交易费销售服务的共同基金的股份，基金超市收取基金交易佣金。有些基金超市还专门为金融顾问师提供特别的免费服务，金融或投资顾问可以在不支付任何交易费用的情况下，为其客户们申购基金股份。

（五）机构投资者销售渠道

机构投资者销售渠道主要是向不同的机构销售共同基金，包括企业公司、金融机构、基金会和州级或地方级的政府部门。共同基金管理公司为这些机构投资者经常建立特别的基金或在一个基金中设立专门的股份类别。

这些机构投资者的平均账户余额一般都非常大，所以管理成本要低得多。

机构投资者也经常通过中介机构来申购基金。中介机构为这些机构投资者创建了多种不同形式的现金管理平台，提供多种多样的货币市场基金。这些平台允许机构投资者将其现金置放于多只不同的货币市场基金中，并将其现金在不同的共同基金中进行转换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查表明，在上述渠道中，投资咨询营销渠道在营销活动中占的比重最大，到2002年年底为止，通过投资咨询营销渠道所购买的共同基金资产大概占美国所有共同基金资产的55%，养老金营销渠道占第二位，为16%，机构营销渠道占大约13%，直销渠道占12%，基金超市营销渠道则占美国所有共同基金资产的5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



搏击于金融海啸中的美国基金投资者

2008年9月，由雷曼兄弟公司破产，房地美、房利美被美国政府接管及全球最大保险公司友邦不得不接受美国政府巨额救援才得以起死回生等一系列事件所引发的金融海啸对美国共同基金的投资者产生了很大的冲击。特别是2008年9月和10月两个月份，美国共同基金业遭遇了其历史上最惨重的净赎回量，但是从2008年11月份开始，基金的赎回额度和速度都有明显的减缓。到2008年12月份，美国基金业又呈现了净申购的局面。纵观整个2008年，在金融海啸爆发之前的8个月中，美国基金业所呈现的是月度净赎回与净申购此起彼伏的现象，但总体来讲，在这段时间里，每月的净赎回或净申购仅徘徊于3%和-5%这个范围内。大部分的美国基金投资者在这8个月中主要是将其投资于股票类基金的资金转入固定收入类的基金，总共将970亿美元投资于债券基金，而从股票类基金赎回了740亿美元。

就整个2008年全球的年度基金申购和赎回情况来看，美国基金业仍享有净申购4200亿美元的骄人纪录。这与同样遭受了金融海啸冲击的欧洲形成了鲜明的对照——欧洲的共同基金业各类资产总额在2008年遭受了5000亿美元的净赎回！而亚洲基金市场也享有800亿美元的净申购。其中，中国基金业的净申购量最大，为360亿美元，绝大部分的净申购资金投资于货币市场基金。美国基金业的情况类似，在所增添的4200亿美元的净申购中，大部分资金投入了货币市场基金，而股票和债券类基金则由于净赎回分别丧失了2%左右的管理资产。

金融海啸对美国基金业的冲击

2008年的下半年里，只有在金融海啸爆发的9月份，美国共同基金的全部资产类（股票、债券、混合、货币市场）出现了净赎回的现象。仅这个月，股票类基金的净赎回额就为561亿美元，混合类基金的净赎回额为65亿美元，而债券类基金的净赎回额则为8.98亿美元。就连最为保险的货币市场基金，不管是缴税型还是免税型的，也经受了875亿美元的巨额赎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回。到 2008 年 10 月份，虽然净赎回总量的趋势进一步恶化，但货币市场基金却出现了净申购的逆转。股票类基金和混合类基金分别遭受了 20.6% 和 14.9% 的净赎回，使整个 10 月份的基金净赎回量达到 10.2 %，创造了美国基金史上月度净赎回的最高纪录。而在同一时期，美国的基金投资者将近 1900 亿美元的现金存入银行的存款账户以寻求资金安全。

净赎回量证明，2008 年 9 月份和 10 月份是美国整个基金历史上单个月份中净赎回额度最高的两个月。从 2008 年 11 月份开始，净赎回额就锐减到 394 亿美元，而到了 2008 年 12 月，情况进一步好转——净赎回的数额降到了 290 亿美元。还应该指出的是，除了 2008 年 9 月份货币市场基金遭受了 875 亿美元的净赎回以外，10 月、11 月和 12 月三个月份里，美国的货币市场基金都分别享受了不同程度的净申购，其中，以 10 月份的净申购数额最大，达到 1421 亿美元。这进一步表明，即便是金融海啸全面爆发之后，美国的基金投资者并没有完全从基金投资中撤出，而是有选择地将更多的资产投资于更为保险的资产类基金中。

此外，虽然美国股票类基金在 2008 年 10 月份遭遇了高达 723 亿美元的净赎回，是美国基金史上单个月份中从股票类基金中净赎回的最高数额，但这一赎回量仅占当时美国证券市场中股票类资产的 2.17%，而在 1987 年爆发的黑色星期五的股市崩盘的一个月中，股票类基金的净赎回则占了当时整个股票类资产的 3%。因此，从历史分析的角度来看，2008 年 10 月份金融海啸全面爆发后股票类基金的净赎回所占股票类全部资产的比例还没有达到 1987 年股市崩盘后的程度。此外，从金融海啸爆发之后到 2008 年 11 月底为止，美国基金投资者的基金净赎回仅占当时全部共同基金资产的 3.3%，而在 2000 年 3 月科技股泡沫破碎导致纳斯达克暴跌 80%、道琼斯下降了 30% 之后的 3 个月里，美国基金投资者的基金净赎回达到了当时共同基金全部资产的 4.3%。因此，这些数据表明，2008 年金融海啸爆发所造成的基金赎回浪潮到 2008 年年底为止并没有对美国基金业造成灾难性的损害，更没有对美国的金融市场和资本市场造成严重的破坏。

美国基金投资者在金融海啸中投资行为的分析

金融海啸爆发之后，美国共同基金所经历的骤然剧增的净赎回量反映了一部分基金投资者对金融海啸对美国金融体制和实体经济将造成的危害所产生的恐慌心理，这是显而易见的。然而，以上谈到了，美国基金投资者对这次金融海啸的消极反应程度相对来讲还是比较平静和理性的。此外，根据沃顿商学院金融学教授古斯坦最近的一项对共同基金投资者行为和基金赎回相互关系的研究，基金投资者除了在其赎回决定中考虑股市和其他经济情况外，以下四个因素也在这一决定中起重要作用：第一，基金过去的业绩表现；第二，投资者是否倾向于效仿他认为其他同类投资者所将采取的行动（羊群效应理念）；第三，基金的流动性；第四，基金的投资者主要是散户、个人，还是如银行或保险公司这样的大型机构投资者。在对某种市场环境的反应中，“羊群效应”的倾向性因素尤其起到明显的作用。比如，该论文对 2004 年百能投资管理公司（Putnam Investments）基金的大量赎回进行了调查研究和对比。美国证交会公布的其对百能从事择时交易的违规行为将提起诉讼的消息导致投资者大量赎回该基金，它所造成的损害远远大于基金经理被指控利用内线交易违规进行操作所造成的危害。由于共同基金是在基金投资者赎回指令上缴的第二天才进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行交易，基于同样的原因，赎回的成本并没有反映在赎回的投资者的基金净值中，而是由没有进行赎回的其他基金投资者来共同分担。金融海啸爆发之后，一些基金投资者对市场突然的崩盘产生恐慌，同时担心其他基金投资者会先于他们进行赎回从而对其投资的基金造成更大的亏损，在这种心理的驱使下，他们往往会过早地赎回基金。这种心理和投资行为一旦造成一定的声势，必将影响相当一部分基金投资者的投资行为和投资决定，使他们大部分也会过早地赎回基金。

此外，目前正在兴起的“行为金融学”也对基金投资中的“情绪风险”进行了研究。根据这一方面的调查和研究，美国的基金投资者在牛市造成大部分股票价格上升时，愿意冒更大的风险投资于基金，而在股市低迷时，基金投资者又倾向于赎回基金。在股市上升时，基金投资者又容易蜂拥至被热捧的基金，使这类基金的长期收益和回报反而不如被相对冷淡的基金，其原因是基金投资者更愿意投资于那些有积极影响力的基金，从而使基金的价格上涨并导致其长期的回报率降低。

如上所述，金融海啸的爆发并没有造成美国基金投资者灾难性的基金赎回，其赎回比例不管是从全部基金资产的百分比还是整个股市资产的百分比来看，都还没有达到历史上最坏的水平。美国基金投资者对金融海啸所表现出的相对较为理性的回应反映了两个方面的因素。第一，从 20 世纪 90 年代开始以来，美国共同基金业的飞速增长更多地取决于大型机构客户和相对来说较有经验的散户投资者追加其对共同基金的投资，而不是由第一次购买基金的新基金投资者所带动的。第二，一个典型的较为有经验的散户投资者一般具有较长的投资期限，因此不太对短期内证券市场的波动作出强烈的回应。

根据美国投资公司业协会（ICI）所作的一项调查，在过去近 20 年共同基金资产的增长比例中，45% 的资产增长来自于机构投资者，其余则大部分来自已投资于基金的投资者追加其对基金的投资额度。机构投资者主要由银行和诸如退休金计划、保险公司和其他金融机构所组成。一般来讲，机构投资者对投资的基本原理有较好的了解，而且其投资期限和目标也更为长远。此外，绝大部分增持基金的散户投资者都不是第一次投资于共同基金。在散户投资者中，80% 以上的基民已购买过共同基金，半数以上具有投资于股票、债券和年金的投资经验。

ICI 所进行的几项调查还表明，一个典型的美国基金投资者是长线投资者，不太可能对短时期内股市的波动，特别是股票和债券价格的短期下降作出草率的反应。比如，一项调查显示，大部分基金投资者是为了退休储蓄和其他长线的目标而投资于共同基金。还有一项调查表明，一个进行基金赎回典型的基金投资者一般都已经投资于该基金 5 年以上，而绝大多数全部赎回基金的投资者，其声明的赎回原因大多为投资策略的改变，而不是对市场条件的反射。事实上，大部分全部赎回某一个基金投资的投资者又将其赎回的现金重新投资于另一个基金。一项 2001 年科技股泡沫破碎后赎回的调查显示，只有 10% 的基金投资者回答他们赎回的原因是对市场暴跌作出回应。

此外，调查还表明，大部分美国基金投资者对投资于共同基金所存在的投资风险有基本的了解，但是美国的基金投资者并不是铁板一块，有相当一部分人仍然具有短期投资者的特点，对市场的波动会作出短线的反应而赎回基金。这项调查表明，大约 1/4 的第一次投资于共同基金的投资者对共同基金只有非常有限的知识。许多基金投资者对投资于基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资风险只简单地认为是资本亏损，很少有人更深地了解其他专门类别的风险，如利息风险或汇率风险等。有些基金投资者的基金组合同他们所阐明的风险承受度不相吻合。然而这项调查仍然表明，基金投资者对不同类型的债券和股票基金所预期的风险和回报有较为准确的理解。他们还懂得分散投资的投资组合会减少市场风险的原理。

进入 2009 年之后，1 月份的前三个星期，美国的共同基金出现了 1835 亿美元的净申购，而在第四个星期又出现了 115 亿美元的净赎回。这进一步反映了美国基金赎回与申购活动随同美国整个经济形势和股市而波动的不确定性。美国股市在 2008 年 11 月份见底之后，现在基本徘徊在 8000 点左右。有迹象表明，对市场暴跌惊慌失措而抛售基金的投资者已经基本完成了赎回活动。根据美国大部分投资者对股市崩盘时的心理分析来看，这种情况一般会在股市见底时发生。不管 2009 年美国的经济形势和股市前景会怎样，作者预计，对于大部分持长线投资理念的美国基金投资者来说，出现灾难性基金赎回现象的可能性不大。此外，随着最近信贷市场的逐渐复苏，投资级别的公司债券和评级较高的高收益债券将为投资者提供较好的回报。目前，美国基金市场的最新数据表明，投资于这类债券的基金正获得美国基金投资者的青睐。如果这种势态继续发展下去，2009 年美国债券类基金很可能会出现较为客观的净申购的局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国证交会加强基金监管新措施

美国证券交易委员会（以下简称美国证交会）在 2006 年 12 月 13 日召开的公开会议上采取了一系列措施，进一步加强对共同基金和其他私募基金公司的监管，主要包括以下三个方面的内容。

对基金公司行政管理机制的新规定

美国证交会首先决定将其于 2006 年 6 月公布的对共同基金公司行政管理新规定的公众评论期予以延长，这一新规定要求共同基金公司本身的董事会必须由不少于 75% 的独立董事和一个独立的董事长组成，目的是从管理机制上杜绝共同基金与基金管理公司之间存在的利益冲突或利益输送。

美国证交会声明，自 2006 年 6 月份首次公布对此项新规定搜集公众评论后，对此规定进行的深入分析和直接评价寥寥无几。因此，美国证交会希望通过延长公众评论的期限，对实行这项规定的经济效果和成本获得更深入和全面的了解。

为了达到这一目的，美国证交会延长了公众评论期，要求公众特别对证交会经济分析办公室所准备的两篇研究报告进行全面的评论和评价。这两篇报告对共同基金公司在实行所建议的行政管理新规定之前和之后所需成本和所获经济利益、基金管理人与基金公司之间出现的利益冲突或利益输送现象、对基金投资者利益保障力度等，进行了较为详细的分析和比较，并对共同基金公司行政管理方面，以及独立董事和独立董事会的组成对共同基金的影响等方面，也作了深入的分析和讨论。

颁布加强公、私募基金个人投资者保护措施的新法规

在这次公开会议上，美国证交会还以投票的方式，决定重新颁布旨在加强对投资于对冲基金和其他集合投资工具的个人投资者的利益予以保护的新法规。这一新法规包括对《1940 年投资顾问法》的有关反欺诈条款进行重要的修改。根据这一修改，任何一个对集合投资产品进行投资管理的法人机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构或个人，如果向其客户或未来的投资者进行误导、提供不实信息或实施任何其他的欺诈行为，都将构成违反《1940 年投资顾问法》关于反欺诈的刑事犯罪的规定。这一规定将适用于所有集合投资工具，包括共同基金的投资管理人。

此外，这一新法规还将对《1933 年证券法》的证券私募条款进行重大修改。该条款将对受证券私募规定保护的合格投资者的定义予以扩充，包括投资于对冲基金和其他私募投资产品的个人投资者。这一新定义将包括任何符合有关法律规定的年收入和净资产量限度，以及在该投资产品中拥有 250 万美元以上的所有自然人。

上市公司可用电子网络提供股东投票决定事项的资料

美国证交会还对上市公司，包括共同基金公司，以电子网络的方式向股东提供需其行使投票代理权事项的有关资料的规定进行了重大修改。根据修改的规定，任何上市公司，包括共同基金公司，都可以通过电子网络将材料提供给股东们，其方式必须满足所谓“通知与上网”的要求。根据要求，上市公司必须提前 40 天将有关通知发送给股东们，并且必须讲明网址、所需电脑的要求等。这一修改规定旨在大量减少上市公司为相关事务所需耗费的巨大成本，美国的共同基金公司将受益于这一规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国基金公平交易的法律要求

目前，中国基金业面临的一个热点问题是，如何避免基金运作中存在的利益输送行为。在现有的基金产品中，开放式基金与封闭式基金之间、不同的开放式基金之间、公募基金同社保基金以及企业年金之间都会出现利益输送现象。杜绝和防范利益输送的关键措施之一是基金管理人对所有客户要实施公平交易。本文将美国投资基金业有关公平交易方面的法律要求介绍给国内同行和读者，以资借鉴。

美国的证券法和投资基金法及相关的法规对证券投资的公平交易有明确和严格的规定。比如，《1940 年投资顾问法》第 206 款规定，凡是为客户理财的投资顾问，都对客户承担受托人职责，必须公平对待所有客户。美国证券交易委员会（以下简称美国证交会）根据这一法律要求规定，如果一个投资顾问在证券投资的分配方面不按照公平合理的原则操作，就违反了其受托人的职责，将受到严厉的惩罚。

根据美国有关法律的要求，基金管理公司必须对其管理的各种基金产品和理财专户的账户之间如何进行证券投资的分配和交易建立严格的、公平合理的操作程序。同样，基金管理公司还必须为客户提供平等的投资顾问服务，需要防范的是投资顾问在证券分配、股票交易或投资策略举荐方面优惠部分客户。

在美国的证券投资市场中，IPO 和其他证券营销业务一般分为两层股票分配。第一层是由证券的承销商将最初公开募股的股票分配给其客户，主要是各类资产管理人，如基金公司、对冲基金管理公司等。第二层则是资产管理人将股票在不同的客户账户中进行再分配。如果一个投资管理人希望为四个客户购买共 10000 股股票，而只获得了 5000 股的话，能否公平合理就成了一个问题。美国证交会认为，如果投资管理人不按照公平交易的原则在客户之间进行平等分配的话，该管理人就违反了《1940 年投资顾问法》中第 206 款关于受托人职责的规定。

对于某一具体股票的分配是否公平合理的决定因素，包括客户的投资决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策、需求和财务目标等，美国证交会认为，基金公司应该预先建立一个固定的程序和公式，以便在某一股票公开募股初期供不应求时，或某一证券交易指令不能完全满足的情况下，按照程序进行公平分配。

由美国证交会批准、为美国基金公司广为使用的投资证券分配程序有两种：一是按照客户账户规模按比例分配，二是在客户账户中按顺序轮流分配。这两种方式各有优点与不足。按账户规模分配经常会遇到技术细节上的困难，而且对某些客户来说，这样分配成本较高并经常导致有些账户分到的股票份额过小。另外，如果被分配的是一些比较复杂的金融产品，如证券衍生产品等，按比例分配成本更高且程序十分复杂，而在客户之间按顺序轮流分配，则很大程度上取决于客户的运气。而且，按轮换制进行股票分配的体制对有相同投资策略的不同账户来说，在一段时间之后，可能在投资表现上有很大差别。

基金公司还必须保证股票和投资咨询服务的分配是公平合理和连贯一致的，而不能对某些客户和基金产品给予优惠待遇和利益输送。美国证交会还认为，基金公司将所收到的有限的股票只分配给个别优惠账户的做法是违规的，除非这种分配方式或顺序已预先明确披露给了所有的客户。

基金公司可能管理着许多具有相同或相似投资策略的不同账户和产品，在进行审查时，美国证交会会对基金公司如何在不同账户中进行股票和投资咨询的分配，进行十分严密的稽查。美国基金公司通常将其在客户账户或基金产品之间进行证券分配的决定过程记录入档，以便配合证交会的审查或基金股东的查讯，也便于基金公司在将来进行同样的证券交易操作时参考。这些记录同时还是最有力的证据，一旦受到政府和某些客户的起诉，可以向法庭出示，作为其公平合理进行股票分配的有力证据。此外，美国的基金公司一般都将其股票和证券分配的政策、程序和公式向公众披露，披露的方式是在其投资顾问合同中或者是在其交付证交会的 ADV 表格中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



共同基金使用简易招募说明书好处多

2008 年 12 月，美国证交会一致通过了基金将采取新招募说明书规定的决议，这一规定在 2009 年 2 月 28 日生效，基金公司有 10 个月的适应期，到 2010 年 1 月 1 日开始，所有公司必须使用简易的招募说明书。

美国基金法规定基金公司必须向基金投资者提供招募说明书，并且要非常详细地介绍有关基金产品各方面的情况。为了减少承担法律责任与风险的可能性，美国基金公司通常把招募说明书写得非常详细甚至繁琐，一份招募说明书可能就有七八十页甚至上百页。

为了降低成本，节约资源，多年以来，基金公司与投资者一直在呼吁监管部门采取新的简易招募说明书。美国基金业协会 2006 年进行过相关调查，发现很多投资者根本没打开看过招募说明书，全国基金投资者中只有不到 40% 的“基民”在买基金前会详细阅读说明书，2/3 以上的投资者认为招募说明书内容太过繁杂，既起不到为投资者提供信息的作用，基金公司还得在印刷与邮寄方面承担费用，是一种无益的浪费。

据介绍，美国证监会 10 年前发布过一项规定，基金公司可以向投资者提供较简单的基金招募说明书，但因为既不允许通过电子邮件、公司网站来提供补充介绍，在简况中也不允许进行索引，所以这项规定没能成功解决这个问题。

在这次公布的新规定中，基金公司只需向投资者提供三到四页的招募说明书，允许基金公司通过索引的方式来满足法律对招募说明书的要求，并且可以通过电子邮件或网页的方式提供，消息公布后立刻获得了基金业与投资者的热烈反响。按新规定，基金招募说明书包括如下内容：必须用简易的英文来写，篇幅不超过三到四页纸，主要内容为投资目标、投资成本、主要投资策略、投资风险、投资表现、投资顾问和基金经理的简单介绍、申购赎回相关税收方面的信息、有关中介机构的信息，其他法律规定的更详细的内容，可以通过索引的方式来提供。除非基金投资者有要求，否则可以不必邮寄书面的招募说明书。这被视为美国基金业的重大突破，具有里程碑式的意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义。

这一新规对中国基金业也提供了有益的参考。“我们应该充分考虑基金投资者面临的信息超载的问题，真正为投资者购买基金提供有效且方便实用的信息。”

（刊于2009年1月14日的《证券时报》）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了投资者的信任
——美国基金公司加强高管薪酬披露透明度

为了进一步加强对证券和基金公众持有人利益的保护，杜绝上市公司、基金公司高管与公司之间不正当的利益交易，美国证券交易委员会（以下简称证交会）最近颁布了上市公司、基金公司高层管理人员和董事年度薪酬向公众和股东披露的新规定。

2006年8月25日，美国证交会颁布了这一新规定的初稿，要求上市公司、共同基金公司对高层管理人员和董事的年度薪酬，包括股票和期权奖励、其他非现金的优惠和同公司之间的所有利益相关交易等，向公众和股东披露。披露的形式是公司的注册表、年度报告和股权表决代表委托书。此外，美国证交会还专门就共同基金公司中某些非行政高管人员的年度收入提出了披露的要求。新规定于2006年12月29日生效。

近年来，美国基金公司支付给其高管人员、董事和非行政高管基金经理们的巨额薪酬和种种其他形式的补贴、优惠，引起越来越多投资者的注意，特别是在投资表现业绩不好时，有些基金公司仍付给其高管十分可观的报酬，引起基金持有人的质疑和不满。美国证交会关于加强基金公司高管薪酬透明度的新规定，将有助于政府和股东对这类做法进行监督，并强迫公司在制定高管人员的报酬制度时，更多考虑公司和持有人的利益。

新规定要求基金公司在其注册表、股权表决代表委托书和年度报告中，通过表格和陈述的方式将高管报酬中的所有部分进行详细披露，包括以下四个部分：

（1）公司有关雇员报酬的目的和政策。

（2）最近三个财政年度中公司主要行政执行官、主要财务官和三个年薪最高的公司高管人员年度薪酬的所有组成部分。

（3）高管在这一时期里获得的股票或者期权的奖励数额和价值。

（4）高管人员在离职后公司继续向其支付的薪酬、奖励和任何其他安排。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，披露的内容还必须包括基金公司在最近财政年度支付给所有董事的全部报酬，以及支付给董事们的价值为1万美元以上的其他公司补贴和优惠待遇。

新规定还要求基金公司披露在上一个财政年度中收入超过上述公司高管的三位非行政高管，以及在公司或子公司、主要部门或业务方面有决策责任的雇员的全部报酬。证交会专门澄清，基金经理的年薪报酬往往会超过公司最高行政管理人员的薪酬，但如果基金经理只负责基金的投资管理，将不属于被披露之列。如果除了基金投资管理以外，基金经理还负有所有股票基金或债券基金的战略决策和发展方向等更广泛的责任，就属于被披露的范围之内。

此外，新规定要求基金公司将最近财政年度中公司与其高管和董事之间进行的所有“相关利益交易”进行披露，相关交易包括公司与任何高管人员之间价值在12万美元以上的所有贷款安排。基金公司还必须披露公司审查和批准所有类似相关利益交易的政策和程序，以便政府部门和公共投资者对该公司利益相关交易进行了解和监督。

新规定特别要求共同基金公司在其股权表决代表委托书和基金注册表中，对其独立董事同基金公司之间任何价值在12万美元以上的相关利益、交易或安排进行全面披露。此外，对基金经理薪酬的披露，必须包括公司给予新雇用或新调职的基金经理的任何搬家所需的现金和非现金的优惠待遇、补贴和安排。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



继往开来：美国企业养老金的百年历程

中国目前正在进行的养老金制度的改革所面临的最重要的课题之一是如何建立健全由企事业单位为其雇员所资助的养老金计划的体制，从而进一步加强和提高企业养老金在退休老人收入中的比重，并减少对国家所提供的社会保障的依赖。在这一改革的不懈努力中，中国政府各有关部门和企事业单位及学术界都在积极地研究当今世界其他国家各种不同的退休和养老金体制，取其精华，去其糟粕，从而探讨和发展出一个适合中国国情的养老金体制。

本文旨在通过对美国企业养老金体制的发展和现状的介绍，为国内的同行和广大读者研究国外先进的企业养老金制度提供一些借鉴。由于篇幅所限，本文只能对美国企业养老金体制的主要方面进行概括介绍。本文将就美国企业养老金体制的五个方面进行简单的介绍。

美国企业养老金体制的发展过程

纵观美国企业养老金体制的发展史，作者认为，根据其形式、性质、筹资来源以及投资的运营和管理等方面，大致可分为三个主要阶段：第一阶段是从 1875 年至第二次世界大战结束的 1945 年；第二阶段是从 1945 年到美国有关企业养老金计划的最重要的一部法规即《雇员退休收入保障法》（以下简称《保障法》）立法成规的 1974 年；第三阶段则是从 1974 年到现在。

在美国于 1776 年建国之后的第一个世纪里，其主要的经济以农业为主，因此，社会的生产制度着重强调以家庭为核心的经济工作实体，而且在很大程度上依赖于家庭成员从事农业生产。在以农业为主的经济中，作为相对独立的生产单位，一个家庭养活着所有的家庭成员，无论其年龄大小。所有的家庭成员都是一个有机生产单位。在这种以家庭为主的农业生产单位的循环中，一代家庭成员为他们的下一代在土地耕种的基础上提供着生存的必需品，随着上代人逐渐衰老，他们的生产力也就逐渐降低，而他们所抚养的下一代则开始长大，并逐渐担当起更多的生产责任及抚养上一代人的责任。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的循环一辈复一辈，有时几辈人同时存在，互相支持。

19 世纪末期，美国社会各个方面都开始发生巨大的变化，包括老年人的经济和社会状况等。美国经济的迅速工业化及铁路的广泛使用给社会带来了巨大影响，美国社会中从农村向城市的人口迁徙，也为社会带来了许多新的问题，包括如何为老一代人退休之后提供支持的问题等。在这种情况下，美国的第一个由企业资助的雇员养老金计划也就应运而生。1875 年，美国运通公司为其雇员建立了世界上第一个正式的养老金计划。当时，美国运通公司的主要业务是铁路运输，而不是信用和金融服务。美国运通公司当时所建立的第一个正式养老金计划实际上是对美国社会 19 世纪末和 20 世纪初所发生的种种从农村转向城市，从农业为主的经济过渡为工业为主的经济，以及从几世同堂、自力更生为主的家庭转向为以现金交换为主，每一代人建立以自己为主的单独家庭的社会变化所作出的众多的反应之一。

美国企业养老金体制发展的第一阶段，可以说是美国企业养老金发展史上的婴幼儿阶段。这一阶段进一步被分为两个子阶段，即从 1875 年到 20 世纪 20 年代为第一子阶段，然后从 20 世纪 20 年代到第二次世界大战结束为第二子阶段。在第一个子阶段中，虽然企业养老金计划随着社会经济的发展应运而生，但与当时广大工人要求改变工作条件、减少工作时间、提高工资以及有权力组织工会等这些问题来比，养老金问题并不重要。因此，直到 20 世纪初，美国的工业企业只资助寥寥数个雇员养老金计划。

美国企业养老金计划在第一子阶段的发展中主要具有以下几个特点：第一，养老金的津贴和福利只限于发给那些永久残疾的工人，即那些有工伤的老年雇员，而不是为所有雇员退休之后提供退休收入的。第二，几乎所有企业养老金计划的资产都和资助计划的公司的总资产融为一体，而不是分别置放于一个信托基金之中。第三，企业养老金计划的筹资来源几乎全部来自资助计划的公司的当期应税收入。第四，在这期间，企业养老金计划的资产几乎没有什么投资运营，而都是和公司的资产一起或是存入银行或是重新以成本的形式投入本公司的业务发展之中。

从 19 世纪 20 年代起，美国企业养老金计划的增长出现了一个高潮。到 1925 年为止，美国主要的铁路公司、煤气电气公司、银行、煤矿公司以及石油公司都建立了正式的雇员养老金计划。从这时期到第二次世界大战结束的 20 多年是美国企业养老金体制发展史上第一阶段中的第二个子阶段。美国企业养老金计划在这个阶段中发展的主要特点是：第一，计划所提供的福利从以前的老年残疾、伤残补助的性质转变为为公司雇员退休之后提供退休收入的性质。第二，大约有 1/4 的企业养老金计划开始要求参加计划的雇员从自己的当期应税收入中拿出一部分作为雇员分担额缴入计划之中，从而和公司一起对计划进行筹资。第三，大概有 15% 的公司将所资助的养老金计划资产同本公司的资产相分离，将其放到一个独立的信托基金之中，或使用由保险公司提供的保险产品。第四，约有 1/5 的企业养老金计划开始就其资产进行投资运营，但主要的投资对象是保险公司所出售的保险合同，而并没有向美国当时的其他金融市场如股票和债券市场进行任何投资。

从第二次世界大战结束到 20 世纪 70 年代这 30 年中，美国企业养老金体制的发展逐渐成熟，这一阶段可以说是美国企业养老金体制发展的青年时代。在这期间，美国企业退休金计划在数量上和资产的金额方面都经历了突飞猛进的发展。美国企业养老金体制在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间的发展有如下几个特点：

（1）企业所提供的养老金计划已经成为雇主吸引高质量雇员的标准福利之一。这是因为，在第二次世界大战和朝鲜战争期间，美国社会对工资和物价的控制导致了美国就业工人对其工作和生活条件改善的要求从以工资为主转移到以其他形式的福利为主。这一现象是造成美国战后企业养老金计划迅猛发展的主要原因之一。在争夺劳工的市场上，雇主只是以高工资来吸引有技术的雇员已远远不够了。

（2）美国的联邦税收制度在这期间开始真正影响到美国一般纳税人的生活和收入。战前有收入的人当中只有 4.1% 需要付所得税，而所得税的税率平均仅为 4% 左右，到 1945 年则有 65.3% 的有收入的人需要付联邦所得税，而且平均税率猛增至 23%。此外，大型工业、企业公司的公司税率在战前仅为 13.7%，而到战后的 1955 年，则提高到 52%。根据美国的《税收法》，企业养老金计划既为雇主也为雇员提供延税、减税的好处。作者认为，美国政府在第二次世界大战之后对个人所得税大幅度的提高也是战后美国企业养老金计划如雨后春笋般迅速发展的主要原因。

（3）美国企业养老金计划开始以越来越大的规模投资于美国的资本市场之中。有意思的是，首先产生将企业养老金资产投资于资本市场想法的人是美国通用汽车公司的首席执行官威尔逊先生。1950 年 4 月，威尔逊向联合汽车工人工会建议为通用汽车公司的工人建立一个养老基金，并建议该基金全部资产的投资运营由通用汽车公司负责。公司随后将资产转交给专业资产经理进行投资管理。通用汽车公司养老金计划建立和投资于资本市场的做法对美国社会产生了前所未有的影响。在该计划成立后不到一年之内，8000 多个新的企业养老金计划便在美国各工业企业纷纷建立。特别值得指出的是，通用汽车公司企业养老金计划中最重要的创新之一几乎被每一个新成立的企业养老金计划所采纳，这一创新就是将养老金计划作为一个投资信托，而将计划中的资产投资于资本市场包括股票之中。在此之前，几乎所有企业养老金计划都是年金式的退休金计划，计划的资产一般都用来购买典型的寿险投资产品，例如贷款和其他固定利息证券等投资工具中。

事实证明，将企业养老金计划的资产投资于资本市场对美国资本市场发展和企业养老金计划本身资产价值的增长起到了促进良性循环的作用。一方面，这种做法将企业养老金计划中所积累的大批资产投资于美国的资本市场之中，扩大了美国投资市场的资产来源，并加强资产的流动性，增强了金融市场的活力，从而也就进一步促进了美国经济的发展；而反过来，美国经济的发展更进一步提高了美国资本市场，特别是股票市场的价值和活力，大大提高了股票和债券的投资回收数额和利息，从而进一步提高了企业养老金的资产价值。比如，在 1950 年，美国企业养老金计划的资产只占美国所有金融资产的 3%，而到 1984 年，这一比例则增长到 16.7%。截至 1998 年年底，美国企业养老金计划的资产则拥有美国整个股票市场中股份的 27.3%，而且还拥有所有公司债券的 17.9%。

美国企业养老金体制在这一阶段发展的另一个特点是开始注意养老金计划参加者的利益保障问题。一方面，这一时期，美国就企业养老金计划的有关法律法规还未健全；另一方面，企业养老金计划的数量、资产和价值又经历了前所未有的增长。这两种情况的结合造成了对企业养老金计划在保护计划参加者利益方面的种种不足和缺陷。对企业养老金计划资产的滥用或企业雇主不按计划规定向其缴费等种种弊端的泛滥使计划参加者的保障问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题日趋尖锐。19 世纪 60 年代中期所发生的“斯图特贝克”事件就是典型的一例：1963 年年底，美国的斯图特贝克汽车制造厂关闭，造成 7000 多工人失业，并导致该厂为其雇员所资助的企业养老金计划终止。由于没有健全的法律规定和要求，该公司在倒闭之前有很长时间因为经济上的衰落，已经停止继续向养老金计划缴费。这就导致了该计划终止时，计划资金严重短缺，从而造成参加计划的大约 4000 多工人完全丧失了他们为公司工作了多半生而指望获得的退休津贴。有些工人在该公司工作了近 40 年之久，而在工厂关门和企业养老金计划终止时，只差一两个月的时间就有资格领取到全额退休津贴。“斯图特贝克”事件的发生以及以后一系列类似事件的发生在美国广大工人当中引起了强烈的反响，最终导致 1974 年《保障法》的立法成规。

从 1974 年《保障法》立法成规到现在是美国企业养老金体制发展的“壮年”阶段。在这一阶段中，美国企业养老金体制的发展日臻成熟，其行政管理及投资运营体制也臻于完善，美国企业养老金计划的法律管理也逐步健全。下面将就美国企业养老金体制发展的第三阶段，即现状进行着重的介绍和讨论。

美国企业养老金计划的种类及资产分布

当今美国企业养老金计划主要分为两大类：固定受益额退休金计划和固定分担额退休金计划。在美国企业养老金体制发展的第一、二个阶段中，固定受益额退休金计划几乎占美国所有企业养老金计划的 95% 以上。固定分担额计划在美国企业养老金计划体制发展的第三个阶段才开始蓬勃发展，到目前为止，其数量已远远超过固定受益额退休金计划，而且其资产已同固定受益额计划的资产价值相近。

对于一个固定受益额计划的缴费完全是由资助计划的企业雇主来承担的。一个固定受益额退休金计划，顾名思义，就是为一个计划参加者在其达到计划所规定的正式退休年龄之后退休时，提供按计划的计算公式而计算的退休津贴。一个固定受益额退休金计划所通用的退休津贴计算公式是将一计划参加者在其为雇主工作的整个期间所赚的年薪的平均值乘以一个百分比，再用其结果乘以该参加者的工龄来决定其退休后每年将获得的退休津贴。一个资助固定受益额退休金计划的企业雇主每年需要向计划缴费的责任通常必须由精算师来进行计算。在进行这种计算时，精算师要将计划资产的现值，计划参加者的人数、年龄、生命期估价、死亡率估价、通货膨胀率和利息率等通通考虑在内。根据美国《税收法》的有关规定，资助固定受益额退休金计划的企业雇主每年必须向该计划缴费，以保证该计划在这一年必须为其参加者所提供的退休津贴的数额等于计划本身资产的价值。也就是说，必须保持计划满额筹资。固定受益额退休金计划的另一个特点是不为参加者分别开立账户，计划参加者只能应用计划所提供的退休津贴计算公式来根据自己的年薪和工龄预算自己在退休时将获得的退休津贴。另外，美国政府主办的退休金津贴保证公司还为每一个固定受益额退休金计划提供保险。如果某一个资助固定受益额退休金计划的企业雇主破产，或是终止计划时的资产无法为计划参加者提供足够的退休金，那么退休金保证公司将负责向计划提供足够的资金，以保证每一个计划参加者获得全额的退休津贴。因此，每一个资助固定受益额退休金计划的企业雇主每年按法律规定必须向退休金保证公司按计划参加者人数交保险费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国企业养老金体制中的另一大类养老金计划是固定分担额退休金计划。与固定受益额退休金计划截然不同的是，固定分担额退休金计划是按计划所规定的公式要求企业雇主和计划参加者共同向计划缴纳固定的分担额。该种计划按有关法律的要求必须为每个计划参加者设立一个个人账户，对雇主和计划参加者向该账户所缴纳的分担额以及这些分担额的投资收益或损失作准确的记录。每一个计划参加者在其退休时所获得的退休津贴的数额，便是根据该计划参加者个人账户中所缴纳分担额的累计总数及投资表现来作最后决定的。美国目前企业养老金体制中的固定分担额退休金计划包括以下不同种类的计划：401（k）计划、403（b）计划、457 计划、利润分享计划、股票红利计划、雇员股票拥有退休金计划、现金购买退休金计划及各种简易式退休金计划。其中，401（k）、403（b）和 457 计划都包括计划参加者将自己报酬的一部分以税前分担额的形式缴纳于计划之中，其他如利润分享、股票红利、雇员股票拥有和现金购买等退休金计划则一般完全由企业雇主负责向计划缴费和筹资。股票红利及雇员股票拥有退休金计划一般是由资助计划的企业雇主以公司股票的形式向计划缴费，而雇员则因参加这类退休金计划成为公司的股东。按照美国目前《税收法》的有关规定，只有营利的和非营利的企事业单位才可以资助 401（k）计划，政府组织则不能资助 401（k）计划。此外，只有非营利组织和政府机构才有资格资助 403（b）和 457 退休金计划。

到 2000 年为止，据美国有关部门统计，美国全部企业养老金计划的资产已达到 8.3 万亿美元，其中，固定受益额退休金计划的资产为 4.975 万亿美元，而固定分担额退休金计划的资产则达到 3.255 万亿美元。表 1 和表 2 分别显示了固定受益额退休金计划和固定分担额退休金计划按不同种类的资助者所具有的资产分布及对未来 5 年增长率的估计。

表 1　　固定受益额退休金计划的资产部分

资助者	数量	资产价值（美元）	5 年增长预计
企业	89000	20750 亿	6.5%
政府	5000	25600 亿	8.0%
工会	2000	3400 亿	7.2%
总计	96000	49750 亿	

表 2　　固定分担额退休金计划的资产部分

计划	资助者数量	资产价值（美元）	5 年增长预计
企业	492500	23660 亿	13.5%
政府	N/A	1720 亿	20%
工会	1700	750 亿	15%
403（B）	33800	5490 亿	13%
457	31450	920 亿	14%
总计	559450	32550 亿	

从以上两个表格的对比结果我们可以看出，固定分担额退休金计划的总资产还没有完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全达到固定受益额退休金计划总资产的价值，但资助固定分担额退休金计划的雇主数量以及该计划的资产在未来5年的增长速度却远远超过了固定受益额退休金计划。固定受益额退休金计划的衰落和固定分担额退休金计划的兴起主要归因于以下三个因素：（1）从雇主的角度来讲，资助固定分担额退休金计划要比资助固定受益额退休金计划省更多的钱，而且对计划的管理也更容易。资助一个固定受益额退休金计划不仅要求雇主对计划的筹金和缴费负完全的责任，而且美国有关法律对资助固定受益额退休金计划的方式、管理方法、缴费、提款方式和精算等都有十分复杂和严格的要求和规定。由于固定分担额退休金计划一般允许计划参加者也向计划缴费，这就大大减轻了企业雇主向计划缴费的经济负担。同时，绝大部分固定分担额退休金计划允许雇主根据自己公司盈利的情况向计划进行缴费。（2）由于固定分担额退休金计划为每一个计划参加者设立了个人账户，而且按法律规定每季度必须向参加者提供其账户金额的报表，这样就使计划参加者能够随时清楚地了解自己退休金账户的情况。固定受益额退休金计划由于不为计划参加者设立个人户，使参加者对自己将来所获得的退休津贴经常模糊不清，而且他本人没有任何控制权。这样，相比较而言，固定分担额退休金计划就更加受到雇员们欢迎。（3）固定分担额退休金计划的资产一般全部投资于美国的金融市场，特别是股票市场，而固定受益额退休金计划则一般将大部分资产投资于年金式的具有固定收入性质的投资工具中。由于过去十几年中美国的股票市场经历了前所未有的强劲增长，使许多固定分担额计划的参加者获得了十分可观的投资收益，相比较而言，固定受益额退休金计划资产的投资收入却微不足道。

美国企业养老金计划资产的投资管理和运营

（一）企业养老金计划资产的投资决定权

美国企业养老金计划资产的投资决定权是根据美国企业养老金计划的种类来决定的。就一个固定受益额退休金计划来说，其资产的投资决定权完全掌握在企业雇主手中。这主要是因为，根据固定受益额退休金计划的性质和实质，资助计划的雇主必须为计划资产的投资效果承担全部的风险。一般来讲，企业雇主或是其指定公司中精通金融和投资的一些雇员担任计划资产的受托管理人，或者指定公司财务部门和人力资源部门的一些官员组成一个投资管理委员会而对计划资产的投资作出决定。如果企业雇主的公司中没有这样的合格人才的话，他们将雇用投资咨询公司或金融服务机构为其提供投资咨询服务，从而帮助企业雇主就计划资产的投资作出合理和妥善的决定。

美国企业养老金体制中固定分担额退休金计划资产的投资决定权的分配则与固定受益额退休金计划资产的投资决定权的分配完全不同。这两者之间的区别，从根本上来讲，是由两种不同种类的养老金计划所提供的退休津贴的不同决定方式所支配的。固定受益额退休金计划所提供的退休津贴是根据计划所规定的计算公式决定的，资助计划的企业雇主不仅为计划的缴费负全部的责任，而且就计划资产的投资承担全部的风险。因此，对一个固定受益额退休金计划资产投资的决定权就完全掌握在企业雇主的手中。

一个固定分担额退休金计划所提供的退休津贴却是根据每一个计划参加者的个人账户中所缴纳的分担额的积累及这些分担额的投资表现而决定的。向固定分担额退休金计划缴费的责任通常是由雇主和雇员共同分担的，因此，固定分担额退休金计划资产的投资决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权也经常由雇主和雇员分别掌握。一般来讲，投资决定权的分配是这样的：雇主通过其组成的投资委员会或指派的受托管理人对其资助的固定分担额退休金计划所应提供的投资工具作出决定，是提供共同基金还是年金或股票，提供多少种共同基金、年金或股票等。雇主作了这个决定之后，由雇员来具体决定如何将自己个人账户中的资产在雇主所选定的投资工具中进行投资分配。美国的《保障法》甚至规定，如果雇主为计划参加者提供充分、准确的投资信息的话，那么雇主将不会为雇员所作的具体的投资决定而导致的资产投资损失负任何法律责任。但是，如果雇主在选择投资工具时没有遵循妥善和谨慎的受托人职责标准的话，它仍会为此负法律责任。

（二）企业养老金计划资产的投资工具

目前，在美国资本市场中，对企业年金资产的投资所提供的投资工具是多种多样的，主要包括共同基金、团体年金（包括固定年金和可变年金）、自选经纪账户（计划参加者可通过这种自选经纪账户将自己账户中的资产投资于任何在证券市场上交易的证券，如股票和政府或公司债券等），以及其他各种投资组合。一般来讲，提供这些投资工具的金融机构，如共同基金公司、保险公司和证券公司等，还同时向企业养老金计划提供投资咨询服务、计划行政管理服务等，服务方式也随着现代科技的发展而不断发展。如美国许多金融机构已经开始向企业养老金计划提供直接因特网的计划投资管理、投资咨询、行政管理和账户记录等服务，而且为了方便顾客，美国的许多金融机构为企业养老金计划提供所谓一站购齐的服务。这些服务包括起草计划书和总结书，提供其他任何法律所要求的政府和计划参加者的报表和披露信息，提供受托管理和资产保管服务，以及提供投资管理、投资咨询和所有计划行政管理所需的服务。

美国企业养老金计划的行政管理

资助养老金计划的企业雇主除了要对计划资产进行妥善投资管理和运营之外，还必须对整个计划进行合理的行政管理。一般来讲，对一个企业养老金计划的行政管理包括如下的内容：起草计划书；按照计划规定招收新的符合计划标准要求的计划参加者；按法律规定为计划准备向政府报送的年度报表；为计划参加者和受益者准备有关计划年度的财务总结、个人账户的收支和投资结果；对计划参加者进行适当的投资教育；对计划参加者所提出的退休福利申请作出决定；按计划对养老金计划参加者申请贷款或申请提款的要求作出决定；保持计划书的文件及实际运作的优税合格要求；执行计划书中的其他各项规定。

按照《保障法》的有关规定，美国企业养老金体制中凡是对计划资产的投资管理和行政管理有决定权的个人或机构均被视为该计划的受托人。一个企业养老金计划的受托人在为计划提供服务的过程中，必须要遵守十分严格的职能和职责标准，包括一切决定必须完全以计划参加者和受益人的利益为出发点，谨慎和妥善行事，不能利用计划的资产谋私利等。美国企业养老金计划的行政管理一般是由企业雇主建立的计划管理委员会来实行的，该委员会一般由公司人事部和财务部的负责人组成，履行计划行政管理人所需要履行的一切职能和职责。另外，许多为企业养老金计划提供服务的金融机构也为计划的行政管理提供一定限度的管理服务。这些管理服务一般都局限于那些不包含任何决定权的事项，如帮助企业计划进行法律所要求的年度测试，准备计划年度的报表，为计划参加者就计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其个人账户所提出的疑问进行解答，对从计划中贷款办理手续等。因此，一个企业养老金计划的行政管理决定权往往掌握在资助计划的企业雇主手中，而为计划提供管理服务的金融机构或服务公司只提供一些具体的、常规事项的手续办理服务。按照《保障法》的有关规定和美国劳动部所颁发的条令，为一个企业养老金计划提供非具有决定权的、常规性质的投资或管理服务的个人或机构，一般不被视为计划的受托人，因此，也就不受计划受托人的严格要求。

对企业养老金计划参加者利益的保障措施

美国对其企业养老金计划参加者的保障措施主要是通过一整套健全的、行之有效的法律法规来实施的。这方面的法律要求纷繁复杂，但总体归纳起来可以分为以下三个方面：一是对资助计划的企业雇主的要求；二是对为计划提供服务的个人和机构的要求；三是对固定受益额养老金计划所提供的担保。

（一）对资助计划的企业雇主的要求

按照美国《税收法》及《保障法》的有关要求，一个企业养老金计划的资产必须同资助计划的企业雇主的资产分隔开。除非企业养老金计划的资产全部投资于团体年金，否则计划资产必须置于一个独立的信托基金之中。要求企业雇主的资产同养老金计划的资产相分开的主要目的，就是为了确保计划参加者在计划中的经济利益不受到企业雇主或其债权人的侵蚀，并防止企业雇主本身将计划资产挪为己用。因此，如果资助计划的企业雇主一旦破产，雇主的债权人无权要求雇主用其资助养老金计划的资产为其还债。

美国的《税收法》还规定，一个企业养老金计划为保持其优税的合格标准，必须为计划参加者提供不低于法律所要求的即得受领权。这一规定的目的是保障企业养老金计划参加者在参加计划一定年数之后，其在计划中所获得的经济利益不被雇主任意剥夺，从而为计划参加者的利益提供基本的保证。按照《税收法》的要求，一个企业雇主在设计其养老金计划即得受领权的进度表时，所采用的进度表不能超过“五年一次性全面即得受领权”或“七年渐次性即得受领权”的进度表。也就是说，一个企业雇主不能在其养老金计划中要求计划参加者必须参加计划五年之后才能获得一次性的全部即得受领权，也不能要求计划参加者参加计划七年之后渐次地获得即得受领权。

美国的《保障法》和《税收法》对企业雇主提出的另一个旨在保证计划参加者利益的要求是，雇主必须每年向政府和计划参加者提供年度报表，就计划的财政、支出和收入、投资等进行详细的汇报，从而极大限度地保持计划管理和运作的透明度。这一方面的要求包括企业雇主每年必须向劳动部提交所谓5500报表，每年向计划参加者提供计划财政状况的总结，每个季度向计划参加者就其个人账户的细节提供报告等。对企业雇主所提出的这些报告和披露的要求旨在使美国政府有关部门和计划参加者能够更好地监督养老金计划的管理和投资运营，从而减少企业雇主或其他为计划提供服务的个人和机构滥用计划资产的可能性。

（二）对为企业养老金计划提供服务的个人和机构的要求

美国企业养老金体制中对养老金计划参加者利益所提供的另一个保障措施是通过有关法律对为养老金计划提供服务的个人和机构所必须履行的职责提出严格的要求。首先，根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据美国《保障法》的有关规定，任何掌握一个企业养老金计划的行政管理或投资管理决定权的个人或机构都被视为该计划的受托人。《保障法》对受托人的职责、职能和行为标准有十分严格的要求，包括：第一，受托人为计划服务的一切言行必须都以计划参加者的利益为出发点。第二，受托人必须对计划各方面的事务了如指掌，并在为计划的行政管理或投资运行作决定时谨慎从事。第三，受托人对资产的投资应该多元化，以防止计划资产的大量投资损失。第四，受托人要保证计划资产有足够的现金流动性。第五，受托人对计划资产的投资必须有适当合理的投资收益。

除了对受托人提出严格的职责、职能和行为标准之外，《保障法》还规定受托人严禁使用计划资产进行任何谋私利的交易。这些要求和规定旨在减少或防止任何有权挪动计划资产的个人和机构利用计划资产营私舞弊，从而损害计划参加者的利益。此外，《保障法》中的有关规定还要求，凡是在为企业养老金计划提供服务过程中有机会接触到计划资产的个人和机构，本身要受到忠诚保险。这一要求旨在通过忠诚保险而使担保公司因被保证的计划受托人利用计划资产营私舞弊使计划资产遭受损失时，在一定限度内负赔偿责任。

按照《保障法》的有关规定，凡是违反受托人职责或违反被禁止交易要求的计划受托人或为计划提供服务的个人或机构都要受到不同程度的民事处罚，违规行为严重者甚至将受到刑事处罚。

（三）政府对固定受益额养老金计划的担保

以上谈到的退休金津贴保证公司是根据 1974 年通过的《保障法》而建立的一个政府机构。该机构对企业固定受益额退休金计划进行保险，雇主可以单独或联合投保，在雇主由于在经济困难或破产而无力支付其资助的固定受益额退休金计划所需的资金的情况下，可由该机构建立的保险基金进行资助。很明显，这是美国企业养老金体制为保护计划参加者利益的又一有力措施。

下面概括地谈一谈美国政府在企业养老金体制中发挥的作用。同美国其他行业相比，美国的企业养老金业受到联邦政府更多、更严的监管和控制。管理企业养老金计划的《税收法》和《保障法》都是联邦法规，因此，美国的企业养老金计划基本上不受州级政府的任何管制和管辖。联邦政府中主管养老金计划的部门共有三个：税务局、劳动部和退休金津贴保证公司。退休金津贴保证公司的作用我们已经作了基本介绍。美国税务局的主要作用是对企业养老金计划是否符合《税收法》中对企业养老金计划获得优税或延税的优待所必须满足的要求进行监督、监控。为了达到优税和延税的目的，一个企业养老金计划必须符合《税收法》中有关企业养老金优税合格退休金计划的许多复杂和详细的要求，前面所谈到过的向计划参加者提供最低即得受领权的要求就是其中之一。美国税务局对每一个企业养老金计划的计划书是否符合优税合格的要求都要进行审定，同时，还要对计划在实际运行中是否完全符合《税收法》提出的各种要求进行监视以及实地抽查和审计。美国的劳动部主要负责对企业养老金计划是否符合《保障法》中所提出的各项要求和规定，包括受托人的职责、职能和被禁止交易的要求和规定进行监督和监控。按《保障法》的规定，如果一个企业养老金计划的受托人违反了其受托人的职责和职能或进行了被禁止的交易，那么美国劳动部部长就有权代表计划参加者或以劳动部长本人的名义向该受托人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出起诉，向受托人索回其违规行为对计划资产造成的经济损失。

美国的企业养老金体制是美国社会中的一个重要体系。美国企业养老金计划为计划参加者所提供的收入约占该参加者整个退休收入的 40%。此外，美国企业养老金计划投资于美国资本市场的资产占美国整个股票市场总资产近 1/3 的股份。难以设想，这样一个重要的社会体系在一个世纪之前却并不存在。笔者认为，美国企业年金制度在短期内成功发展的原因有三个：一是建全的法律制度；二是有效的税收制度；三是成熟的金融市场。最近，美国对企业养老金计划的法律规定作了重大的修改。修改的主要内容一方面是进一步增大雇员和雇主向企业养老金计划交纳税前或延税分担额的数量；另一方面是对目前法规中存在的对企业养老金计划提出的过于苛刻的要求实行简化。整个法律修改的唯一目的就是要进一步提高和加强企业养老金计划在美国人民的退休收入储蓄中所发挥的作用，从而使其成为美国社会中提供养老金收入的一个更有效的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国养老金计划如何与基金双赢

美国总统布什于2006年8月17日正式签署了《2006年养老金保护法》(The Pension Protection Act of 2006)(以下简称新法)。该新法对《1974年雇员退休收入保障法》和《1986年税收法》这两部监管美国企业养老金的主要法规再次进行了重大修订。其中，重要修订之一是允许401（k）养老金计划的受托人或投资管理人为计划参加员工提供由电脑设计的资产配置模式，根据员工个人的家庭和经济情况作出具体的资产配置建议的投资咨询服务。此外，新法还明确规定计划受托管理人（Fiduciary）可选用生命周期基金或生活方式基金作为计划的自动投资选择（Default Investment Options)，并由此而受到受托管理人法律责任的保护（Fiduciary Liability Protection)。这一法规的修改将在很大程度上促进401（k）养老金计划对股票市场的投资。

401（k）养老金计划是美国目前最为流行、参加员工最多的企业养老金计划。这类养老金计划根据美国《税收法》第401（k）节的有关规定，为资助该类计划的企业和参加计划的员工就计划的缴费和投资收益提供延税等优税待遇。同时，401（k）计划还为每位参加员工设立个人账户，并将账户资产的投资管理权下放到员工个人手中，使参加员工能通过网站、专线电话等多种方便的形式随时随地根据证券市场的走势进行投资操控。美国广大的企业职工通过积极参加401（k）计划，踊跃为自己将来退休收入进行储蓄，并将自己401（k）计划账户的资产积极投入到美国的证券市场中，使401（k）计划成为美国当今证券市场中最为活跃和重要的投资股东。401（k）计划所积蓄的大量资产为美国资本市场的发展发挥着积极的作用。

**新法规将更便于401（k）计划参加员工
投资于股市和股票基金**

参加401（k）计划的员工一般是自己为自己的账户余额作投资决定，但有关调查显示，许多员工的投资管理能力低，不能很好地进行资产配置，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其投资组合不是过于保守，就是过于激进，因此不能满足自己退休收入的需要。由电脑根据员工输入的个人有关数据所作出的资产配置建议和投资决定为以上问题提供了很好的解决办法。

这种以电脑投资分析和资产配置软件为基础的投资协助产品是美国共同基金业和养老金管理业在最近几年才推出的帮助缴费确定型养老金计划参加员工进行资产管理的新产品。该产品一般具有以下特点：由资产管理公司根据其投资分析的经验、理念等设计出一个电脑软件。该软件具有对各种证券进行分析，对各种经济数据进行筛选和提炼，并根据某个员工的具体情况提出资产配置建议或决定的功能。在使用这一软件时，员工需将自己个人的财务和家庭情况及自己将来退休收入的需求目标，如年龄、婚姻状态、子女数量、年薪、401（k）缴费额、计划外的储蓄和投资情况、所拥有的各类财产及其价值等信息输入电脑，软件将这些数据进行处理后作出适应该员工的资产配置建议。员工可以采纳或不采纳电脑软件的建议，如采纳的话，只需点击适当的键，就可由电脑自动按其资产配置的建议进行投资管理。员工可随时终止电脑为其进行投资管理的功能，否则电脑会根据其资产配置的设计定期进行自动调节（Automatic Rebalance），一直对员工账户的资产管理下去。

在新法通过以前，由于《保障法》中有关被禁止的交易（Prohibited Transactions）和反利益冲突及利益输送的规定，协助401（k）计划参加员工对其账户进行资产管理的投资咨询软件必须是由独立于养老金计划受托人或资产管理人的机构或公司设计和提供的，而且还附带其他一些较为苛刻的条件，使401（k）计划不能有效地为参加员工提供这类软件和相关的辅助性服务。

新法对《保障法》有关被禁止交易的规定进行了修改，并特别对以电脑软件为基础向养老金参加员工提供的投资咨询服务从法律的角度规定了有条件的豁免（Exemption）。根据新法的规定，为养老金计划提供投资管理服务的受托人或投资管理人本身也可以设计和提供自己的电脑软件模式。

概括来讲，豁免的条件包括：第一，电脑软件的投资模式必须是根据国际投资界认可的投资理论设计的，必须能对养老金计划所提供的所有投资选择进行分析，必须考虑某参加员工的所有相关情况，如年龄、寿命、风险承受力、计划外拥有的资产。第二，电脑模式不能偏向提供该模式服务的资产管理公司本身的基金或其他投资产品。第三，电脑模式的质量和规范必须预先获得一个独立投资专家的正式检验和书面认可。第四，除由电脑模式所提供的投资咨询及资产配置服务外，养老金计划不提供任何其他的投资咨询服务。第五，提供投资咨询服务的公司本身必须就其软件提供的投资和资产配置建议向计划客户作详细的披露，包括公司本身因此服务而成为计划的受托管理人（Fiduciary），所有建议中涉及的有关机构和个人所收取的相关报酬，以及由于建议而需进行的所有证券交易等。

以上新法的修改将大大促进和便于401（k）养老金计划对电脑投资模式使用的普及，从而帮助参加计划的员工更有效地对自己的计划账户余额进行投资管理。其主要的使用效果是将电脑资产配置模式取代货币市场基金而成为401（k）计划参加员工自动投资的选择（Default Investment Option）。

根据美国先锋资产管理公司最近刚刚完成的一项对目前使用电脑投资咨询软件进行账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户余额投资管理的1.2万名计划参加员工的有关调查，绝大多数在使用该项服务之前凭自己的投资决定所构建的投资组合，就其年龄和退休收入的需要而言，不是过于保守，就是过于冒险。在使用电脑投资咨询软件之后，这些计划员工的投资组合对股票的持有比例平均增长了39%，近1/4的员工摆脱了投资组合过于集中、不够分散、多元化的情况，而投资于公司股票的员工则将对公司股票的持有减少了38%。此外，其他有关的调查还显示，使用电脑投资咨询模式的员工都普遍增加了其向计划的缴费率。最重要的是，所调查员工的账户余额的投资回报率在使用电脑投资咨询模式之后都普遍地有所改进。美国国际集团的一项调查表明，使用电脑投资咨询模式的员工投资回报率平均为9.35%，而不使用电脑投资咨询模式的员工投资回报率则平均为5.36%，主要原因是由于电脑投资咨询模式将员工的账户余额更多地投资于股票基金而不是过于保守的货币市场基金或其他保值基金。

先锋资产管理公司的调查还对401（k）计划参加员工使用电脑投资咨询模式之前和之后的资产配置情况进行了比较，发现在使用电脑投资咨询模式之前，27%的员工将其100%的账户余额或全部投资于股票基金，或一点都没有投资于股票基金，另外一大部分员工则将其账户余额按50%的比例平均投资于股票和债券基金之中。因为这是企业在其符合参加计划的条件时为其选择的自动投资基金，即混合基金，而之后这些员工就没有对这种消极的投资选择作任何改变。同时，所调查的员工距退休年龄平均为20年左右，也就是说，应大大增加对股票基金的投资比例。

该调查表明，使用电脑投资咨询模式之后的情况则截然不同：较小额度持有股票基金的员工比例从43%锐减到3%，而大多数人对股票基金的投资比例提高到70%～90%之间。另一个有意义的现象是，使用电脑投资咨询模式之后，员工投资于基金的数量从平均3.5只增至6支，这证明电脑投资咨询模式能帮助员工进一步加强投资的分散多元化。

以上的各种数据表明，新法对普及401（k）计划参加员工对电脑投资咨询模式的使用有促进作用，能帮助员工们更有效地对自己的养老金资产进行投资管理，从而更好地满足他们退休收入的需求。另一个明显的效果就是新法还将极大地促进401（k）计划对美国股市的投资。

新法将促使生活方式基金（Lifestyle Funds）和生命周期基金（Lifecycle Funds）成为401（k）计划更理想的投资选择

新法对401（k）计划投资方面规定的另一重大修改是明确了计划受托人在参加员工不为自己账户余额的投资作任何决定或采取任何行动的情况下，代他们将其账户资产投资于计划预先选定的自动投资工具之中的规范要求和法律保护。其中，要求之一就是选择生命周期基金或生活方式基金作为自动投资工具。新法将促使生活方式基金和生命周期基金成为401（k）计划更理想的投资选择。

生活方式基金和生命周期基金是近来美国固定缴费额企业养老金计划投资工具中比较流行的投资产品。生活方式基金和生命周期基金都不直接投资于股票和债券，而是以“基金的基金”（Fund of Funds）形式间接投资于证券市场。也就是说，一支生活方式基金或生命周期基金是由管理该基金的基金管理公司将旗下不同的股票和债券及货币基金混

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合在一起，根据不同的比例组成具有不同风险程度的基金组合，然后将这些不同的基金组以共同基金的形式进行投资管理。

生活方式基金一般是根据预先确定的一个风险程度将股票基金、债券基金、货币市场基金等按一个固定的比例混合在一起组成一支新的基金。比如，一支较为保守的生活方式基金可能将股票基金和债券基金占全基金的混合比例定为6:4，而且每隔一定的时期，如3到6个月，按这一比例进行自动调节（Automatic Rebalance）。因此，生活方式基金是以预定的风险目标为基础的投资工具。

生命周期基金的基本组合和投资方式是根据某投资者的年龄和距离退休的年数而组成股票基金、债券基金及货币市场基金的组合。这一组合随着投资者年龄的增长和据退休年龄的接近而进行适当的调整和改变。这种投资管理方式旨在达到为投资于该生命周期基金中的计划员工在该基金所预定的退休年份退休时，能够达到该员工所制定的退休收入水平的目标。

一般来讲，一个为企业养老金计划提供生活方式或生命周期基金投资管理服务的基金管理公司为这种基金所选择的基金组合都包括以下几个资产分类：美国国内的各式股票基金（大型资本、中型资本和小型资本价值或增长型基金等），全球（Global）或国际（International）包括新兴市场（Emerging Market）的各类股票基金，固定收入基金、短期收入基金和货币基金等。风险程度不同的生活方式或生命周期基金将这些不同类型的共同基金进行不同比例的资产配置，以达到预定的风险标准和投资收益目标。每一支生活方式和生命周期基金所制定的资产配置战略都力求将这一资产配置同该基金所制定的投资目标有机地联系起来，并且达到既不过分激进（Aggressive）也不过分保守（Conservative）的投资风格。比如，某一个基金管理公司将每一只生命周期基金的资产投资时限确定为不同的退休年份，如2005年、2010年、2015年等，然后将该基金公司旗下不同类型的股票、债券和货币基金作为这些生命周期基金投资组合的选择，将生命周期基金的资产根据不同基金所制定的不同的退休年份和风险程度进行相应的资产配置——这些资产配置随着时间的推移变得越来越趋保守。比如，“生命周期基金2040”所制定的退休年份是2040年，那么，从2005年之后的相当长的一段时期内，对该基金所进行的资产配置就会比较激进，如将其大部分资产投资于股票基金，而将一小部分资产投资于固定收入基金。比较而言，生命周期基金2010在很短时期内就将达到其退休年份（2010年），因此，对该基金的资产配置就非常保守，只将资产的1/4投资于股票基金，而将3/4的资产投资于固定收入与短期货币基金。

由于生活方式基金和生命周期基金都是“基金的基金”，在设计这类基金的管理费用时，应避免使投资者为投资于这种基金两次交费——既交生命周期或生活方式基金的第一层管理费，又交基金组合内所混合不同的各支基金的第二层管理费，而生活方式基金和生命周期基金一般都在本基金一层的位置免去第一层的管理费，从而使投资于该基金的养老金计划参加员工只按照该基金资产配置的百分比分别缴纳和支付投资组合内各支不同基金的第二层管理费即可。

由此可见，如果一个企业养老金计划的参加员工将其个人账户的全部资产按照自己的退休年份投资于相应的生命周期基金之中，他就可以任自己账户的资产随着这一基金的管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理由基金公司进行自动的投资调节，直到他退休为止。

据 ICI 最近完成的一项调查，截至 2005 年年底，生活方式和生命周期基金是 401（k）计划中增长最快的投资选择。到 2005 年年底为止，共有 1037 亿美元的资产投资于这两类基金中，其中 2/3 的资产来自于包括 401（k）计划在内的养老金计划。

新法将加强 401（k）计划的资产投资对美国证券市场的影响

新法对 401（k）计划向股市投资的进一步推动是有其历史原因和现实意义的。在 20 世纪 80 年代以前，特别是在《雇员退休收入保障法》（Employee Retirement Income Security Act of 1974，或 ERISA）立法成章以前，美国的企业养老金计划市场主要是以受益确定型计划（Defined Benefit Plans）为主的。自从《雇员退休收入保障法》（以下简称《保障法》）通过以后，特别是随着 20 世纪 80 年代初美国 401（k）计划的建立和盛行，美国企业养老金计划的市场经历了非常重要的变化：第一，由于 401（k）计划的诞生和广泛使用，越来越多的企业员工将自己工资的一部分以税前的方式缴费于 401（k）计划中的个人账户之中，而 401（k）计划资产的增长又进一步推动了其他形式带有个人账户的缴费确定型企业养老金计划（Defined Contribution Plans）的发展。第二，随着这一养老金计划形式的变化，资助 401（k）计划的企业也逐渐将控制计划中企业员工个人账户资产的权力，特别是投资管理的权力，从企业或投资管理人的手中转移到企业员工个人手中。这一投资权力的下放对美国 401（k）计划资产大量投入美国的证券市场，从而使 401（k）计划的推广和资本投资市场的发展之间产生积极互动起到了关键的作用。

首先，1974 年的《保障法》立法成章以后，其 404（c）节明文规定，如果一个缴费确定型企业养老金计划的资助企业在满足一定的法律规定和要求的基础上，将养老金计划中个人账户的投资管理权适当转交给计划参加员工，那么计划的受托人特别是负责投资管理的受托人，就将不对由于员工个人所作出的投资决定而对其个人账户资产造成的投资亏损承担任何法律责任。

这一规定从法律角度解决了员工个人支配自己账户资产法律责任的归属问题，从而更进一步鼓励和促使企业养老金计划的资助企业将养老金计划个人账户资产的投资权转移到计划参加员工的个人手中。这是因为，如果缴费确定型养老金计划在必须设置个人账户的基础上仍由资助计划的企业或企业雇用的投资管理人来管理资产，包括计划中的个人账户资产的投资管理的话，这就从利益冲突的自然规律作用上束缚了企业或投资管理人对计划资产进行有效的、适当的激进投资运作的积极性，而迫使其一味地追求保守的、稳健的投资运作。一个有成千上万员工参加的养老金计划，每一个员工的个人经济情况和退休收入的要求都因人而异。因此，负责对计划资产进行统筹投资管理的企业或投资管理人不可能满足每一个员工个人账户资产的投资要求。唯一可行的投资目标只能是保证整个计划的资产不受亏损，从而导致个人账户的资产不受亏损。而负责计划投资管理的企业或投资管理人为了最大限度地减轻自己的法律责任，就不得不将投资运作的重点放在保值而不是增值上。这就自然导致了将计划的绝大部分资产投资于货币基金或银行存款的保守产品中，而不是积极地投资于以股票为主的证券市场中。

其次，将投资权力下放到员工个人手里使参加 401（k）计划的千百万员工以个人投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的身份直接参加到美国证券市场的运行之中，与证券市场“升降与共”，成为促进美国证券市场发展的重要动力之一。美国401（k）计划账户管理的主要特征之一是对计划的个人账户提供每日估值（Daily Valuation）服务。该服务使员工可通过网络、电话专线等方式随时随地了解自己401（k）计划账户的余额和投资表现，并可随时随地进行投资转换。另外，美国401（k）计划目前开始流行的“员工自控证券交易账户”（Self - direct Brokerage Account）的账户服务也使参加计划的员工能够通过这类账户直接将自己401（k）计划账户的资产投资于证券市场。

再次，让员工自己管理自己账户的资产投资，还有使员工们更愿意在经济萧条的情况下坚持向401（k）计划缴费，进而坚持向证券市场投资的效用。这主要是因为，从心理角度讲，对自己的账户有完全的投资控制权能进一步加强员工对自己是401（k）计划账户的拥有者的意识。这一对自己的账户拥有完全的操控权力的意识使员工们在证券市场波动时继续投资于股市更放心。这一效果不仅使员工个人得益于经实践证明的“投资资金持续平均效益”（Dollar Cost Averaging）的投资收效，而且从宏观角度讲，可以保证在经济萧条时仍有401（k）计划缴费作为源源不断的投资来源向证券市场输入急需的“血液”，这在相当程度上减轻了经济萧条给证券市场带来的恶性循环的副作用。据美国共同基金协会（Investment Company Institute 或“ICI”）的一项统计，2000年3月份开始的科技股市泡沫破碎所造成的股市暴跌的两年时间里，410（k）计划缴费额对以共同基金为代表的美国证券市场的投资额同泡沫破碎前相比没有明显的变化，只是出现了投资选择从激进成长型基金（Aggressive Growth Funds）向大盘价值型基金（Large Cap Value Funds）和债券与股票混合型基金（Balanced Funds）转变的趋向。

最后，401（k）计划对美国证券市场的积极影响所导致的证券市场的进一步飙升又反过来推动了401（k）计划的推广和普及。最明显的例子是，20世纪90年代，美国股市锐不可当的迅猛涨势使投资于股市的绝大多数401（k）计划参加员工的账户余额呈现翻番的情势。一时间，401（k）计划的投资收益成为美国人社交、邻居聊天、亲戚朋友聚会的流行话题。这种影响促使许多本公司没有401（k）计划的员工或工会会员向公司或工会提出建立员工401（k）计划的强烈要求，也导致了401（k）计划急速增长的局面。据美国“利润分享养老金计划协会”（the Profit Sharing Council）的有关统计，从1981年至2001年的20年间，401（k）计划的数量已达到34万个，增长了237%，涵盖的员工人数也增长到4200万人。

新法将进一步推动美国企业养老金计划的资产与共同基金市场之间积极的互动关系

为了更清楚地了解新法对养老金计划投资于共同基金市场的推动作用，我们必须了解美国企业养老金计划的资产与共同基金市场之间的互动关系。

美国的企业养老金计划，特别是包括401（k）计划在内的缴费确定型养老金计划，在过去的20年里经历了迅猛的发展。全部企业养老金计划的资产额截至2005年年底已达到14.3万亿美元。这其中近1/4的资产，也就是3.4万亿美元，投资于共同基金之中，占美国所有投资于共同基金的全部资产的近40%。就资产量来讲，在所有不同种类的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老金计划中，401（k）计划又独占鳌头，拥有2.4万亿美元。

缴费确定型养老金计划，特别是401（k）计划，是投资于共同基金最多的投资者。截至2005年年底，缴费确定型计划投资于共同基金的全部资产的70%，即1.2万亿美元，是来自401（k）计划的。共同基金作为401（k）计划的投资工具，在1990年只占9%，而到2005年年底，则达到51%。

对许多美国的工人来讲，401（k）计划的账户资产已成为其退休养老的主要收入来源之一。401（k）账户资产所能提供的退休收入额，在很大程度上取决于员工们自己对其账户的资产配置和投资管理。根据ICI和美国雇员福利研究院最近进行的一项调查，401（k）计划参加员工的资产配置行为有很大不同。比如，年轻的员工更趋向于将其账户中更大的一部分资产配置和投资于股票基金，而年纪大的员工则更可能将大部分资产投资于固定收入类的证券，如GIC或债券基金。

虽然在美国金融史上，共同基金的问世远早于缴费确定型养老金计划，特别是401（k）计划的出现，但以401（k）为代表的养老金计划自20世纪80年代以来向共同基金市场的巨大投资，却是美国基金业能享有今日空前盛况的决定性因素。通过推动养老金计划向股票基金、生命周期基金和生活方式基金的投资，美国《2006年养老金保护法》将进一步推动养老金资产与共同基金市场之间的积极互动关系，为养老金计划的投资回报和共同基金的发展带来双赢的局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国社会养老保险制度浅谈

美国退休体制的三大支柱之一是由美国政府所提供的社会养老保险制度。中国目前正在对其退休养老体制进行改革和完善，并且在探讨如何建立适应中国社会特点的社会养老保险制度。比如，中国政府分别颁布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》和《全国社会保障资金投资管理暂行办法》等法律文件，就筹集社会保障资金及社会保障资金投资管理等提出了新的要求和规定。较对美国社会养老保险制度做一简单的介绍，以供借鉴。

美国社会养老保险制度简介

美国的社会养老保险制度与其私有退休金制度最根本的区别在于私有退休金制度完全是建立在自愿的基础之上的。企业雇主完全有自由决定是否为其雇员建立私有退休金计划，政府和法律对此没有任何强制性的规定，而美国的社会养老保险制度则是建立在法律规定的基础之上的。美国社会养老保险制度是美国联邦及州政府所提供的五种社会保险福利之一。这五种社会保险福利是：社会养老保险、社会永久残疾保险、社会医疗保险、社会失业保险和工人赔偿金。虽然这五种社会福利各有特点，但它们的目的都是为美国公众提供最基本的社会福利保障。美国的《社会保障法》于 1937 年 1 月 1 日生效。该法创立了由美国联邦政府所提供的社会养老保险、社会医疗保险、社会永久残疾保险及社会失业保险等制度。工人赔偿金则是由美国各州的州级法律所建立的。

美国的社会养老保险金来源于社会保险税。按照美国《社会保障法》的有关规定，美国的雇主和雇员每年分别要向财政部缴纳等于雇员年工资基数的一定百分比的社会保险税。比如，雇主和雇员在 2001 年所缴纳的社会保险税的百分比同是 6.5%，年工资基数是 76500 美元。也就是说，在 2001 年期间，雇主和雇员必须分别向美国财政部缴纳等于雇员年薪 76500 美元的 6.5% 的社会保险税。社会保险税在缴入美国财政部之后被存入老年退休保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险账户即社会养老保险信托基金之中。

美国社会养老保险金的支付是采取现收现付的形式。也就是说，美国政府并不将每一个雇员和雇主为该雇员所共同缴纳的社会保险税记入该雇员的个人账户中。根据随需随付的支付方式，美国社会保障署将目前从现职雇主和雇员处征收的社会保险税中的一部分支付给已经退休的人。如果目前所筹集到的社会保险税的金额超过需要支付的社会保险金的金额，那么剩余的部分将全部投资于国债。

更详细地讲，雇主定期向美国财政部缴纳社会保险税，其中包括雇主和雇员分别缴纳的社会保险税和社会医疗保险税。当财政部收到税款后便会将社会保险税额记入由老年、抚恤保险基金和伤残保险基金组成的社会保障信托基金①账户。建立社会保障信托的目的有两个：第一，为记录资金的纳入、付出提供财会记账；第二，持有所积累的相应资产。

作为一个现收现付的系统，美国社会保障的福利是从当前的税款中支付的。美国财政部代表美国社保局每月接收社会保险的税款，又支付社保的福利，并对税额中专属于社会保险税的额度进行估算，然后将估算的额度在社保信托基金中记账。之后，财政部再将当月支出的社会保险福利的额度从社保信托基金的余额中扣除。实际上，在这个过程中，财政部一直持有资金，直到其被全部用于支付社会保障福利或被政府用于其他花费。在此期间没有现金真正被放入社会保障信托基金的账户中，信托账户的余额实际上只是财政部在社会保障上收支差额的记录。

当社会保险税收大于支，余额便被记入社会保障信托基金并投资于特殊系列的、不可在市场销售的美国政府债券。这些特殊债券也仅是财务记录，并没有现金交手。社会保障信托基金持有的债券是以美国政府的信用作担保的，并由美国政府负责偿清所欠债款。美国联邦政府将这些债券一并归入国债计算。

虽然这些特殊政府债券的利息由债券市场决定，但是它们不能在二级市场销售。然而，它们可在到期前任何时候以面值卖回给美国政府。

按照美国《社会保障法》的有关规定，任何美国公民和已获得移民身份的外国公民在达到美国《社会保障法》所规定的退休年龄之后，如果符合该法所规定的所有条件，都有权申请领取社会养老保险金。目前《社会保障法》所规定的退休年龄是 65 岁。要符合领取社会养老保险金的条件，申请人必须达到“完全受保”的要求。如果一个人从 21 岁到 62 岁之间这段时期里每年都获得一个“社会保险分，”或积累了 40 个社会保险分的话，他就达到了完全受保的要求。比如，根据美国社会保障署的有关规定，1993 年要想获得一个社会保险分的话，一个人必须在这一年当中起码有 670 块钱的收入。如果一个申请获得社会养老保险金的人在达到退休年龄之后仍继续工作的话，该申请人将无权申请领受社会养老保险金。美国的社会养老保险金是以年金的形式支付的。退休的人每个月从社会保障署领取社会养老保险金直到去世为止。

---

① 社会保障信托基金的财务运作由一个受托人委员会监管。该委员会每年向国会报告信托基金的财务和精算现状。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国社会养老保险制度潜伏的危机和问题

虽然美国的公共社会养老保险制度是最受美国人民欢迎的社会福利和制度，它仍有潜在的危机和问题。这主要是由于自从该体制在 20 世纪 30 年代建立以来，社会环境和经济环境已发生巨大的变化，致使美国社会养老保险制度无法满足目前和将要退休的这一辈人的退休收入要求。

当美国公共养老保险制度初建时，成千上万的美国公众刚刚经历了大萧条，他们丧失了其一生的积蓄而且没有很快就业的可能性。最初的社会养老保险制度是针对这样一种经济和社会状况来设计的。如今的情况却完全不同了。比如，美国目前的人均收入要比社会养老保险制度初建时增长了四倍之多。绝大部分工人家庭退休之后都会从其雇主所资助的私有退休金计划之中领取相当数量的退休金。

对那些过去几十年中退休的人来说，他们从社会保险制度中所获得的退休福利要远远超过他们及其雇主所缴纳的社会保险税的总和。这主要是因为社会保险税的税率从社会保险制度初建的仅 2% 已增长到如今的 12.5%。由于社会养老保险金是采纳随需随付的支付形式，对社会保险税税率的提高使社会保险制度进一步改进并在该制度下大幅度提高社会养老金的额度成为可能。

对绝大多数未来的退休者来说，社会养老保险金不会像以前那样丰厚了。在过去 10 年中开始工作和即将开始工作的年轻工人们退休之后所获得的社会养老保险金将远远不如将这笔钱投资于国债、公司债券或证券所获得的收入。由于美国的社会养老保险金的支付是随需随付，这就意味着社会保险金的投资回收率要远低于投资于证券市场或其他投资工具所获得的收益。

此外，美国目前的社会保险制度还因强迫那些想获得社会保险金的人过早退休而降低这些人的生活水平。比如，根据目前的《社会保障法》，如果一个工人不想在满 65 岁时就退休而想继续工作的话，那么他将丧失享有社会养老保险金的权利。虽然对推迟退休的人来说，法律所规定的社会养老保险金将有些增长，但这微小的增长远远不能满足退休收入的需要。在很多情况下，65 岁后继续工作并不能为一个老年人增加多少收入。因此，在美国目前的社会中，虽然人们的健康水平和寿命有显著的提高和增长，但绝大部分人在达到 65 岁之后，就都决定退休。

从美国全国来看，现在所提供的社会保险福利实际上减少了个人的储蓄和企业雇主所提供的私有退休金收入。由于社会保险金是采取随需随付的支付方式，社会保险的资本金就没有投资积累，也就无法弥补私有资本金积累的减少。其结果是，美国全国的资本金储蓄从绝对的意义上缩减了。工人们不得不接受社会保险金的低回报，并且全国资本金储蓄的减少导致了生产力的降低及工资的减少，这就使工人们面对很大的经济困难。

在美国目前所开展的对其社会保险制度进行适当改善的各种尝试中，中心环节是如何使以上所谈到的社会保险制度的缺陷同为老年退休公众提供基本的退休保障这一目标相平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国社会养老保险制度的改革

据美国社会保险署的有关统计，到21世纪初，美国社会保险金的支付额将远远超过现实征收的社会保险税的数额。也就是说，从经济的角度来讲美国的社会保险制度濒临破产。为了挽救这一严峻形势，美国政府一直在研究和探讨如何对美国的社会保险制度进行改革，到目前为止，已出现了三种改革的建议。第一个建议是将所征收的社会保险税中的一部分由政府投资于私有的资本市场，从而使政府拥有美国私有证券市场将近10%的股份。这一建议除了对美国社会保险信托基金的投资方式有巨大的影响之外，还会对美国的私有证券市场产生巨大影响。第二个建议是通过法律强行规定所有纳税人必须为其将来社会养老保险金设立个人储蓄账户，并由政府对这些账户的资金进行投资管理。第三个建议是允许缴纳社会保险税的个人对自己缴纳的社会保险税直接进行投资管理。

布什总统上任以后，把改革美国现有的社会养老保险制度作为其执政期间的首要任务之一，并立即组成总统社会保险研究委员会。这个委员会对美国目前社会保险制度各方面存在的问题和潜在的危机进行了深入的调查和研究，并于2001年12月27日公布了其调查研究的结果，同时就如何对美国社会保险制度进行改革提出了建议。

建议的中心是通过建立自愿的个人退休账户来弥补美国社会保险制度的缺陷，并将这种自愿的个人账户纳入美国的社会保险制度之中。该委员会在报告中还就个人账户的结构和设置作了专门和详细的推荐，目的是控制管理这种账户的费用，减少账户资产投资的风险，并为账户拥有者提供最大的灵活性，使这一账户制度能够更有效地对社会保险制度加以补充。该委员会在其报告中推荐了三种模式。这三种模式除了在个人账户年度分担额缴纳的限制上有所不同之外，其他方面的设置基本上都是一样的。比如，第一种模式是允许个人自愿将其当期应税收入中的2%缴纳于个人退休账户之中。第二种模式则允许个人每年自愿将其当期应税收入的4%缴入个人账户之中。这一年度限额会根据工资的增长而增长。而根据第三种模式，每个人可以自愿将其应税收入的1%缴纳于自己的退休账户之中，并由政府缴纳相当于其当期应税收入2.5%的对等分担额。该委员会建议，这种社会保险体制中的自愿个人账户的投资管理应建立在一个双层架构的基础上，利用现存的征收工薪税的制度纳税，个人自愿缴纳的分担额应集中交给一个由政府指派的中央管理机构进行投资管理。该中央管理机构将负责保管所有个人账户的记录并将所收集的分担额按个人的选择投资于第一层架构所提供的各种投资工具之中。在这些个人账户的资产积累到一定数额之后，账户拥有者就可以将自己的资产投资于第二层架构的投资工具之中。

该报告还建议，将这种自愿个人账户的中央管理机构称为个人储蓄账户制度管理董事会。该董事会应负责制定对个人储蓄账户进行管理的各种规章制度，并负责同私有投资管理界中的不同投资管理机构谈判和签订管理资金的合同。该董事会还负责将个人储蓄账户中的资金进行合理的多元化投资部署，负责确定为这种账户所必须达到的、可以将其资金投入到第二层架构各个投资工具中的基本额数，并为账户拥有者提供金融投资方面的咨询。

关于个人储蓄账户的投资方法，该委员会建议，账户拥有者首先从该制度第一层架构提供的投资工具中进行投资选择。在其账户的金额达到了一定规定的额数之后，账户拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者可以将其账户的资金转移到第二层架构提供的由私有投资机构管理的投资工具当中。这些投资工具必须符合由个人储蓄账户管理董事会所规定的严格的规章制度和条件之后才能将其管理的投资工具纳入第二层架构的投资范围。每一个投资选择都必须保证其投资范围多元化，都要包括公司债券、公司股票和政府债券。该委员会建议，每个账户拥有者对其账户投资改变的次数为每年一次。关于个人账户的情况和投资收益或损失必须每天都有确切的记录，账户拥有者随时都可以通过网络或电话查询自己账户的情况。

根据该委员会的建议，一个纳税者在退休之前不得从这个储蓄账户中提款，而达到退休年龄之后，必须在规定的数额之内以年金的形式或分期提款的方式进行提款，也可在规定的限额之上进行一次性提款。当该账户拥有者去世后，其账户中的所有资产将作为遗产传给其配偶或后代。

在人口不断老化的当今社会，如何妥善地解决退休养老的社会福利问题是世界上许多国家所面临的重大课题之一。在寻求和探讨这一问题答案的过程中，各国既应针对本国的特殊情况，也应借鉴别国的经验。这正是本文试图达到的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国养老金体制的基石
——个人退休账户

为了鼓励广大民众为其退休收入进行储蓄，美国联邦政府通过其税收制度设立了多种多样的退休储蓄工具。这其中包括由雇主资助的各种优税合格退休金计划，也包括由个人建立的个人退休账户（Individual Retirement Account）。这种个人退休账户既便于个人纳税者进行退休储蓄，又为其提供纳税方面的优惠，是一种十分受美国民众欢迎的退休投资储蓄工具。到2008年第一季度为止，个人退休账户的资产总额已达4.5兆美元，而其他各类雇主资助的缴费确定型退休金计划（包括401（k）、403（b）和457等退休金计划）资产总额仅为4.3兆美元，个人退休账户实可称为美国私有退休金体制的中流砥柱。

美国私有退休金体制中有不同的税收优惠退休金计划。这些税收优惠退休金计划都必须由雇主为其雇员建立。相比之下，个人退休账户则基本上完全是由纳税者自己建立并掌管的。美国的《税收法》第408款对美国现有的个人退休账户有各种详细的规定。只有符合《税收法》第408款中所提出的各种规定，个人退休账户才能够获得优税或延税的待遇。此外，适用于税收优惠退休金计划的许多规定，如防止优待高薪职员等，都不适用于个人退休账户。个人退休账户本身却受限于与税收优惠退休计划不同的特别要求和规定。

一个符合条件和要求的纳税者每年可以向其个人退休账户缴纳5000美元的缴费额，并可以从其当期应税收入中将这5000美元刨除从而达到减税目的。纳税者的配偶也可以每年向其配偶的个人退休账户缴纳5000美元，而且如果配偶也符合《税收法》第408款的规定，那么配偶也可以在应税收入中扣除5000美元的缴费额，这样夫妻双方每年可以有1万美元的减税待遇。

根据《税收法》的规定，一个拥有个人退休账户的纳税者，每年将5000美元缴纳入个人退休账户之后，其缴费的任何投资收益可以延税的形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式不断积累和增长，直到该账户拥有者从账户提款时，才必须将这些投资收益包括进自己的当期应税收入中。因此，从实质上讲，虽然个人退休账户与税收优惠退休金计划在要求上有许多不同，但它与税收优惠退休金计划一样享受着其缴费可从当期应税收入中刨除以及其投资收入延税的优税待遇。

税收优惠退休金计划的参加者还可以同时向自己的个人退休账户缴费，而且，如果该参加者符合一定的条件和规定，其向个人退休账户缴纳的缴费额还可以享受刨税或减税的优税待遇。如果雇主愿意，他还可以帮助其雇员建立个人退休账户，甚至直接替这些雇员向其个人退休账户缴费。另外，雇主还可以资助所谓简易式雇员退休金计划。

个人缴税者必须对建立个人退休账户对自己是否有利进行分析。虽然建立个人退休账户并利用这一账户作为对自己将来退休进行储蓄明显有益，但是根据《税收法》的有关规定，拥有个人退休账户的纳税者在其达到 59 岁半之前不能从账户中提款。如果他们在达到 59 岁半之前从账户提款的话，在大部分情况下还需要另付 10% 的惩罚税。因此，根据美国《税收法》的有关规定，一个纳税者必须考虑是否愿意将自己的一部分收入存入到个人退休账户中而等到自己在达到 59 岁半之后才从该账户中提款。

个人退休账户可减税的缴费额

（一）可减税的缴费额（Deductible Contributions）

根据美国《税收法》第 408 款的要求，向个人退休账户缴纳的缴费额必须以现金（Cash）的形式，而不能以其他财产形式缴纳。一个个人退休账户拥有者每年向其账户所缴纳的缴费额不能超过 5000 美元；如果该拥有者的年收入不到 5000 美元的话，要减税的缴费额不能超过其年收入的总和。如果该个人退休账户拥有者已婚并决定为其配偶的个人退休账户缴费，那么，向配偶的个人退休账户缴纳的现金数量的年限制额也是 5000 美元。但是，如果个人退休账户的拥有者或其配偶同时也是一个税收优惠退休金计划参加者，他们的收入必须低于一定的程度才能享受向其个人退休账户缴纳减税费额的优税待遇。

（二）个人年收入的限制

1. 个人退休账户拥有者或其配偶同时是税收优惠退休金计划的参加者。根据美国《税收法》的规定，如果一个未婚的个人退休账户拥有者同时还是一个税收优惠退休金计划参加者的话，并且年收入超过 3 万美元，那么该拥有者就不能向其个人退休账户缴纳免税缴费额，其缴纳的费用必须是税后缴费额。同样，如果一对已婚的夫妇其中一个人是税收优惠退休金计划参加者，那么如果他们的合并年收入超过 5 万美元的话，夫妻双方都不能向各自的个人退休账户缴纳免税的缴费额。

美国国会于 1998 年对《税收法》关于个人退休账户的一些规定进行了修改，这些修改包括提高对单身和已婚个人退休账户拥有者年收入的限制。这使更多的个人退休账户拥有者能够向其账户缴纳免税的缴费。根据这一修改后的规定，已婚个人退休账户拥有者的年收入到 2007 年被提高到 8 万美元，而单身的个人退休账户拥有者的年收入的限制到 2005 年被提高到 5 万美元。只要已婚或单身的个人退休账户拥有者的年收入不超过这两个限制的话，即便他们同时也是一个税收优惠退休金计划的参加者，他们仍可以向各自的个人退休账户缴纳免税缴费额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 夫妻双方都向个人退休账户缴费。根据美国《税收法》第219款的规定，如果夫妻都要向各自的个人退休账户缴纳每年最大限额的费用，那么夫妻双方的共同收入每年不得少于4万美元。

另外，夫妻双方必须以联合缴税的形式向政府缴税（Married Filing Jointly），而不是分别向政府缴税（Married Filing Separately）。如果夫妻双方都不参加各自雇主所资助的税收优惠退休金计划，那么夫妻双方向各自个人退休账户所缴纳的费用可以完全从他们的当期应税收入中刨除，从而达到减税的目的。如果夫妻中的一方还同时是其雇主所资助的税收优惠退休金计划的参加者，只要夫妻双方的共同年收入不超过15万美元，那么不是计划参加者的另一方，向其个人退休账户所缴纳的费用可以得到减税的待遇。对于同时还是个人税收优惠退休金计划参加者的一方，如果夫妻双方的联合年收入不超过5万美元的话，那么同时还是一个税收优惠退休金计划参加者的一方也可以将其向个人退休账户缴纳的费用从其当期应税收入中刨除。

（三）年收入的定义

在确定一个个人退休账户拥有者向其账户所缴纳的费用是否可以从其当期应税收入中刨除时，该拥有者的年收入包括他在某一年所挣的工资、收到的残疾补助金、失业救济及其他类似收入。此外，其雇主可以为该雇员向个人退休账户直接缴费。由雇主替雇员直接缴纳的费用包括在该雇员的年度总收入中，是否可以得到减税，要看是否符合美国《税收法》第219款的各种规定。如果一个个人退休账户拥有者已经离婚或是从法律手续上与其配偶分居，其因离婚或分居所获得的抚养费也可以包括在该拥有者的年收入当中。

（四）个人退休账户缴费的时限

按照美国《税收法》的规定，如果一个个人退休账户的拥有者向其账户缴纳减税费用的话，那么他必须在美国税务局所规定的纳税时限之内将费用打入个人退休账户。纳税者可以在缴纳所得税的时限之前建立个人退休账户。这一时限一般是在应纳税年度下一年的4月15日之前。举例说明，如果一个纳税者符合上述条件，那么他可以在2008年4月15日之前建立一个个人退休账户，并向该账户内缴纳5000美元的缴费额，就可以在4月15日缴纳的2008年年度税收时，在应纳税收入中将这5000美元刨除，从而达到其2008年减税的目的。

（五）向个人退休账户缴纳非减税性费用（Nondeductible Contributions）

根据美国《税收法》第408款的规定，所有的纳税者都可以每年向其建立的个人退休账户中缴纳不能减税的费用。缴纳这种不能减税的税后费用的年度限制是5000美元。这一限制是与可减税的年度缴费额的5000美元限制一同计算的。

向个人退休账户缴纳不能减税的费用数额不受任何规定的限制。也就是说，任何纳税者都有资格向个人退休账户缴纳不能减税的缴费额，不管其年度收入有多高，或者是不是同时还是一个税收优惠退休金计划的参加者。向个人退休账户缴纳不能减税的缴费额的主要益处是：这部分缴费额在纳入个人退休账户之时获得的任何投资收益都不包括在该账户拥有者的当期应税收入中，也就是说，可以获得延税的待遇，而直到该账户拥有者从账户中提款时才须将投资的收益包括在其当期应税收入中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人退休账户的要求

根据美国《税收法》第408款的规定，一个纳税者建立个人退休账户必须符合如下要求：

（一）信托或代管账户（Trust or Custodial Account）

根据美国《税收法》第408款规定，一个纳税人的个人退休账户必须是以信托或代管账户的形式建立的，而且信托或代管账户必须建立在美国境内。信托人或代管人必须是银行或类似的金融机构，有条件来做代管账户而不是信托账户，而且代管人必须符合信托人的合格要求。如果代管账户的代管人完全符合信托人的合格标准，那么代管账户就将被视为信托账户来对待，而代管人也就将按照信托人来对待。但是，根据美国有关《信托法》的规定和要求，一般来讲，一个代管人并不负有像信托人的投资方面的责任，账户的建立必须由文书形式规定下来。

（二）费用的缴纳

每年向个人退休账户缴纳的减税费用不能超过5000美元，而且缴费必须是以现金而不能以其他财产的方式缴入个人退休账户之中。但如果向个人退休账户缴纳的费用是从另一个账户或是从一个税收优惠退休金计划中转账而来，那么这种转账形式的缴费就不受任何缴费额度限制，而且可以直接以原来所存在的财产方式进行转账。

（三）个人退休账户的投资

根据美国《税收法》第408（a）（3）节的规定，个人退休账户的资产不能用来购买寿险，而且缴入个人退休账户信托账户中的资产不能与其他账户资产相混合，除非是混合在一个共同信托基金或是共同投资基金之中。

（四）绝对既得受益权

一个个人退休账户的拥有者必须对其账户中的利益拥有绝对的既得受益权。应该指出的是，与税收优惠退休金计划不同的是，存入个人退休账户中的资产并没有不许挪为他用的要求。美国的一些法庭判定个人退休账户中的资产在破产时可以供债权人还债。

（五）个人退休账户中的提款

我们首先来谈一谈美国《税收法》对个人退休账户拥有者从账户中提款的一些要求。个人退休账户拥有者在达到70岁半之后的下一年的4月1日开始从其个人退休账户中提款。从这一时间开始，个人退休账户拥有者既可以将他的全部退休金从账户中提出，也可以为了避免当年所得税的大量提高而分期提款。如果一个个人退休账户拥有者确实希望将提款的期限拉得越长越好，那么他就应该等到他满70岁半的那一年再开始从计划中提款，而且提款的期限可以根据他个人的寿命估算或者根据他和他所选定的受益人的共同寿命估算，以年金的形式提款。

美国税务局于2001年1月颁布新条令就强制性提款的要求提出了新的规定，给予个人退休账户拥有者以更多的灵活性，使他们为延长提款期而具有更多的选择。比如，根据新的条令，一个未婚的个人退休账户拥有者可以根据其个人的所剩寿命估算和他的一个假设比他年轻10岁的受益人的所剩寿命估算联合起来，计算他从个人退休账户中提款的提款期。这样就可以进一步延长该个人退休账户拥有者从账户中提款的期限，从而进一步使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这一个人退休账户中的提款达到延税的作用。

个人退休账户拥有者去世后账户缴费额的支付

根据美国《税收法》第 408 款的有关规定，个人退休账户合同必须规定如果个人退休账户拥有者在账户中的退休金完全提走之前去世的话，所剩余的退休金如何向其受益者分配。在这种情况下，要看个人退休账户中缴费额的分配是在账户拥有者去世之前还是之后开始的。如果个人退休账户中的退休金分配是在其去世之前就已经开始了，那么所剩账户缴费额选择的分配方法必须在他去世之前决定。这一规定允许个人退休账户拥有者去世之后，受益人继续以他去世之前选择的方式将所剩的缴费额进行提款。如果分配是在该账户拥有者去世之后才开始的，那么账户中所有的退休年金必须要在他死后的 5 年之内全部分配完。这一规定又有两个例外。

第一个例外是，如果去世的个人退休账户拥有者在其去世之前特别选定了一个受益人作为他去世时接收他个人退休账户中退休金的受益者，而且其退休账户所剩的退休金是以该受益者的余寿作为提款期而向其进行分配的，那么分配必须在该账户拥有者去世之后 1 年开始进行。此外，还应该提到的是，根据美国《税收法》第 408 款的有关规定，在一个个人退休账户拥有者去世之后，该账户的受益人可以将该账户中的资金以信托人对信托人的方式（Trustee – to – trustee Transfer）直接转账到另一个新的个人退休账户，只要这一新的个人账户还是以已去世的拥有者的名义建立的。这样的话。这一受益者便可以从转账后的新的个人退休账户中接受其所继承的抚恤金。继承个人退休账户退休金的受益者一般通过这种信托人对信托人直接转账的形式来将自己所继承的这笔个人退休账户的资产投资于其所中意的新的投资方式或工具。

第二个例外是，如果个人退休账户的受益人是已去世的账户拥有者的配偶，那么该配偶所继承的退休金便可以以配偶的余寿作为提款的期限来进行提款，而且提款开始的时间不必等到账户拥有者去世之后 1 年，而是可以在该账户拥有者达到 70 岁半的时候就开始从其账户中提款。

此外，已去世的个人退休账户拥有者的配偶还有另外一个选择，那就是，该配偶可以选择不从其已去世的配偶的账户中开始提取所继承的退休金，而是以直接转账的形式将继承的这笔退休金转到自己的个人退休账户中。这样的话，该配偶就可以等到他自己在达到 70 岁半的那一年，再开始从自己的个人退休账户中提款。如果该配偶比已去世的配偶年轻的话，他就可以进一步通过这种直接转账的方式将其所继承的个人退休账户津贴搁置在自己的个人退休账户中，从而达到更长的延税目的。

个人退休年金的要求

（一）以年金形式建立的个人退休账户

以年金形式建立的个人退休账户与一般的个人退休账户的区别在于：这一账户中要包括一个退休年金合同，而不是以信托或代管账户的形式建立。与一般的个人退休账户一样，以年金形式建立的个人退休账户或者叫个人退休年金，不允许包括寿险的性质。

（二）不可剥夺的既得受益权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个个人退休年金拥有者在该年金中的整个形式经济利益，也就是其退休金，绝不可以被剥夺并且不可转让。此外，个人退休年金的合同还必须规定该账户的拥有者不能用这一账户来作为贷款抵押。从该年金账户中贷款或该年金合同作为从其他金融机构寻求贷款的抵押都会使该个人退休账户失去优税待遇。

（三）向个人退休年金缴费的年度限制

同一般的个人退休账户一样，美国《税收法》第408款规定，向个人退休年金账户缴纳的年度缴费额每年不能超过5000美元。

（四）从个人退休金账户中提款

本文以上谈到的从一般的个人退休账户中强制性提款的要求也适用于从个人退休年金账户中提款，这方面的规定是一样的。

有关个人退休账户的税收要求和规定

（一）所得税要求及转账

1. 正常的税收待遇。一般来讲，从个人退休账户中的提款将在提款的那一年包括到提款人的当期应税收入中，成为该提款人正常收入的一部分，同时该提款人也必须为从个人退休账户中的提款交正常的所得税，税率同该提款人在提款那一年的正常所得税税率是一样的。

2. 向个人退休账户缴纳非减税性缴费的报告及提款要求。如果一个个人退休账户拥有者要向其账户缴纳非减税性缴费额，就必须每年在缴税表上进行报告。如果在某一年从该账户中提款，而且在提款之前向该退休账户缴纳过可减税及不可减税两种费用的话，那么其提款中免税部分的比例，将同他已向该账户缴纳的非减税性费用同整个账户资产的比例是一样的。比如，如果一个个人退休账户拥有者在2008年从该账户提款之前已缴纳的非减税性缴费额总数为10000美元，而且该账户的投资收益是5000美元的话，那么在他提款时他账户中的所有资金将达到25000美元。如果他从该账户中提款，只想提走10000美元的话，那么在这10000美元中所免税的部分是采用以下方法进行计算的：10000（已向该账户缴纳的非减税性费用的总额）除以25000（提款时账户中的所有资金）等于0.4，然后用0.4乘以10000（即该退休账户拥有者所提款的总数）等于4000美元。因此，在该退休账户拥有者所提取的10000美元当中，4000美元是免税的，他只需将6000美元包括在他2008年的当期应税收入中。

3. 个人退休账户的转账。一般来讲，根据美国《税收法》的有关规定，只要从一个个人退休账户中提出的资金在提款后60天之内通过转账的形式转入另一个个人退休账户或是另一个税收优惠退休金计划，那么该转账的提款就是完全免税的。与从税收优惠退休金计划中提款的有关要求不同的是，从个人退休账户中进行转账式的提款没有强制性的20%的扣税要求。因此，为个人退休账户提供服务的金融机构无需在有个人退休账户的客户要求提款转账时，进行20%的强制性扣税。

4. 由于离婚而进行的转账。根据美国《税收法》的有关规定，如果将个人退休账户中储蓄的退休金根据一项离婚法令或离婚协议转账给已离婚配偶的个人退休账户，那么这一转账也将是免税的。转账之后，收到这种转账的前配偶将成为转账之后的个人退休账户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的拥有者。如果该配偶选择直接从其已离婚的配偶的个人退休账户中提款而不是进行免税转账的话，那么从个人退休账户中转账的账户拥有者将不得不将这笔提款的款数包括在他自己的当期应税收入中。

（二）强加于个人退休账户的一些惩罚税

1. 超过年度限制的缴费额所附加的惩罚税。根据美国《税收法》第408款的有关规定，一个个人退休账户拥有者每年向其账户缴纳的缴费额被限制在5000美元之内。如果该拥有者在某一年向其账户缴纳的缴费额超过5000美元限制，《税收法》第4973款的有关规定对这种超过年度缴费额限制的过分缴费额施加惩罚税。惩罚税的税率一般为超过年度限制的缴费额的6%。

2. 提款。根据美国《税收法》的要求，一个个人退休账户的拥有者如果从其账户中提取所缴纳的费用，那么一般来讲，提取的款项要包括在他的当期应税收入之中。如果在提款的时候，个人退休账户的拥有者还没有到59岁半，那么还要另加10%的提前提款惩罚税。但是，如果他从账户中提取款项是因为年度缴费额限制，是在按法律要求应交税的期限之前进行的，而且提款中也包括超额缴费获得的所有投资收益，那么所提取的费用就不需要包括在当期应税收入中。唯一例外的是，提取款项中所包括的投资收益部分既要被包括在该拥有者的当期应税收入中，又要付10%的惩罚税。

如果个人退休账户拥有者在法律要求的交税期限之后才将其超过年度缴费额限制的金额从个人账户中提走，只要缴纳的这部分费用原先就是税后缴费额，而且在他提款的那一年，向个人退休账户缴纳的缴费总数没超过5000美元，那么他提取的部分超额款项就既不需要包括在他的当期应税收入中，也不需要付任何提前提款的惩罚税。但是，6%的超额缴费额的惩罚税仍然将施加于这部分超额缴费额。

3. 59岁半之前个人退休账户中的提款。根据美国《税收法》的有关规定，如果一个个人退休账户拥有者达到59岁半之前就从其账户中提款，《税收法》对这种所谓“过早提款”（Premature With drawals）要另加10%的惩罚税。这一惩罚税的目的是为了尽量避免使个人退休账户拥有者过早从其账户中提款，因为个人退休账户，顾名思义，是为了帮助账户拥有者为其退休以后的收入提供经济上的帮助。所以，如果个人退休账户拥有者被允许随时从该账户中提款而不等到退休之后，那么美国政府给予个人退休账户的优税待遇就没有任何意义了。但是，以上所提到的10%的惩罚税，并不是一概适用于所有过早的提款。《税收法》第72款规定，在59岁半之前的提款应缴纳的过早提款惩罚税有如下例外：

（1）个人退休账户拥有者成为伤残。

（2）提款的方式是分期付款，并以账户拥有者本人的余寿为期限而进行提款。

（3）个人账户拥有者失业之后需要从账户中提款以支付医疗费用或医疗保险。

（4）提款的目的是为了付符合规定的高等教育费用，如学费等。

（5）提款的目的是第一次购买住房。

如果一个个人退休账户拥有者以其余寿为期限，从账户中分期提款以免交10%的惩罚税，那么这一提款的期限起码要延续5年或者是到该拥有者达到59岁半为止。如果一个个人退休账户拥有者拥有多个个人退休账户的话，该账户拥有者可以把所有这些个人退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休账户中积累的资产在一起进行计算，从而可以从他不同的退休账户中提取不同的款项，只要所提的款项加在一起符合每年所必须提出的款项的要求。此外，美国税务局颁布的一些条令还规定，从个人退休账户中进行分期提款的款项不能改变，如果分期提款的款项在5年之内或者是个人退休账户拥有者达到59岁半之前有所改变的话，那么该提款就会失去免交惩罚税的优惠待遇，而且必须从第一次提款开始补交10%的惩罚税。

对于过早提款而附加惩罚税这一做法究竟在多大程度上能够达到鼓励纳税人为其退休收入进行储蓄的目的呢？正像以前所讲到的，建立一个个人退休账户的最大好处就是向该账户缴纳的费用及其获得的任何投资收益都会得到延税的优税待遇。因此，分析的关键是究竟需要将缴费额储蓄在个人退休账户中多久，其投资收益在延税的程度上能够达到抵消由于过早提款支付的10%的惩罚税。假设一个个人退休账户的投资收益是10%的话，那么一个具有25%的所得税税率的纳税人必须要将其资金存放在个人退休账户将近7年之后再提款，其因延税所获得的投资交易的额数才足以抵消10%的惩罚税。因此，避免交10%惩罚税对大部分美国的退休账户拥有者来说是十分重要的。

为了进一步鼓励和推广高等教育，美国国会于1996年通过法案，对个人退休账户的税收法律要求进行修订。这一修订包括允许一个个人退休账户拥有者在59岁之前从其账户中提款以支付一定符合规定的高等教育费用并免交10%的惩罚税。根据这一修订，该退休账户拥有者可以从其个人退休账户中提款为他自己或者是他的配偶及子女或是孙子、孙女或是他配偶的子女或孙子、孙女支付高等教育费用。所谓符合规定的高等教育费用包括大学学费及上大学期间的住宿费、书本费等。

为了进一步鼓励购买私人住房（Home Ownership），美国国会1996年对《税收法》有关退休账户的章节进行的修订还包括：允许一个个人退休账户拥有者从个人退休账户中免交惩罚税提款以交首次住房购买的押金。根据这一新规定，一个个人退休账户拥有者一生当中可以从他的个人退休账户中提取不超过10000美元的款项用于自己首次购买住房。

免交惩罚税要求，首次购买住房的个人退休账户拥有者必须在购买住房之前的2年之内没有拥有过任何作为自己主要住宅的住房。此外，符合要求的个人退休账户拥有者必须在提款之后的120天内将提出的款项用于购买房屋，包括支付造房押金等费用，而且购买的房屋必须是个人退休账户拥有者本人、配偶及其子女或孙子、孙女，或是其父母或祖父母及其配偶的父母或祖父母所拥有的住宅。

如果一个个人退休账户拥有者在达到70岁半之后没有按照规定从其个人退休账户中提出强制要求的基本提款的话，根据美国《税收法》的有关规定，该账户拥有者必须付50%的惩罚税。这50%的惩罚税根据法律所要求的提款的最低金额来计算。

鉴于个人退休金账户在美国私有退休金储蓄中所发挥的关键作用，美国国会最近又将通过法案，免除2009年从个人退休账户中强制提款要附加惩罚税的要求，以缓解经济衰退中退休者的经济负担。随着个人退休账户缴费额不断增长，可以预见，个人退休账户在美国人的退休储蓄中将扮演愈来愈重要的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五篇

 投资有方 理财有道——一位旅美金融专家的心得

旁观者清

——抛砖引玉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国基金系 QDII 任重而道远

由于全球股市剧烈震荡，2008 年四季度发行的合格境内机构投资者（QDII）产品出现了较大跌幅，使近期推出的 QDII 产品备受冷落。在半年的时间里，基金系 QDII 产品经历了大起大落，面临着严峻的考验。

中国目前推动 QDII 金融产品发展的目的有三个：通过开放资本账户鼓励资本流出，缓解人民币升值的压力；为中国的投资者提供在全球范围内资产配置和分散风险的机会；为国内金融机构更快地进入国际金融市场积累经验和训练人才。

作为 QDII 金融产品主力军的基金系 QDII 产品，实可为任重而道远。因此，对于基金系 QDII 产品的设计和运作的评估，也应该以上面三个目标为基准。

在目前所推出的基金系 QDII 产品中，从产品的结构来看，主要有两大类：一是直接投资于海外股票的基金，二是基金中的基金，即 FOF。从为投资者提供参加全球资本市场投资的机会，以达到投资风险分散的这一角度来看，采取 FOF 结构的 QDII 产品略优于直接投资于全球股票的产品。原因是显而易见的，基金中的基金主要是投资于由国际上享有盛名、富有投资经验的基金管理公司所管理的共同基金，而这些基金本身就是一个分散投资的产品。

从真正训练国内基金公司投资专业人员在全球范围内进行投资、研究和选股能力的角度来看，直接投股的 QDII 产品要明显优于 FOF 的 QDII 产品。

根据已推出的基金系 QDII 产品来看，另一个直接关系到实现三大目标的关键问题是其投资范围选定，是投资于全球范围内的证券，还是只偏重于投资在中国香港上市的股票，特别是中国公司在香港地区上市的 H 股。从培训投资研究人员的全球实际投资能力的角度来看，偏重于投资香港地区市场，特别是在香港地区市场上市的中国公司 H 股的产品，有利有弊。其利在于中国香港市场是全球性的市场，中国香港联交所上市公司的总市值至少是沪深股市现有流通市值的两倍。无论如何，中国境内的资金最终都还是要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走向世界的。很多中国香港股票的价格低，市盈率低，投资价值高于境内的 A 股和 B 股，这是不争的事实。通过 QDII 投资于中国香港市场，有助于对 H 股与红筹股比较熟悉的中国基金公司投资研究人员对这些股票的分析和跟踪。但另一方面，对于真正培养和锻炼投资研究人员在全球范围内对个股和公司进行分析和跟踪能力的作用却是极其有限的。

另外，从投资风险分散的角度来看，虽然中国香港市场是全球性的市场，但在香港市场上市的国内公司的 H 股，其风险同国内的 A 股市场的联系过于紧密，不能真正地达到帮助投资者将其资产在全球范围内进行有价值和有意义的资产配置的目的，也不能达到真正在全球范围内进行投资风险分散并享受全球资本市场发展成果的目的。相比之下，将投资范围设定在全球范围内的股票或其他证券的 QDII 产品，就不存在这一方面的缺陷和问题。

全球股票市场的剧烈震荡显示了投资于全球范围内股市的高风险性，同时，也凸显了中国多数投资者对于将基金作为长期投资工具缺乏认识。无论是投资全球概念的 QDII 基金，还是投资亚太市场或是中国香港 H 股市场的 QDII 基金，都不同程度遭遇了较大的跌幅。给首次出航的 QDII 基金投资人在心理上造成了巨大的压力，也给管理 QDII 产品的基金公司和基金经理们造成了巨大的心理压力。

我们看到许多购买了 QDII 基金产品的投资者怨声载道，有的甚至要求基金公司把负责 QDII 产品投资的基金经理撤换掉。从许多 QDII 产品投资者的反应中，我们可以看到，他们并没有将投资于 QDII 基金产品作为一个长期投资目标的选择，也没有应对股市震荡的思想和心理的准备。很多国内的基金投资者像炒股票一样对待基金的投资，没有认识到投资基金的主要优势是通过专家管理和分散风险来实现长期的投资目标。

许多购买了 QDII 基金产品的投资者或"基民"习惯了近两年国内 A 股市场牛市的投资环境和收益，对 QDII 产品投资海外股市的风险认识不足，甚至误认为 QDII 产品同其他国内基金没什么两样。而为了满足大多数基金投资者这种短线操作、急功近利的追求，基金经理们也不得不在基金的投资管理操作上使用能尽量实现短期收益或保证绝对收益的做法，譬如使用择时交易等方法。这些操作方法在股市震荡期间很难奏效，特别是择时交易的投资方法。根据许多发达国家基金管理的长期经验，择时交易虽然偶尔能碰巧奏效，但长期有规律的使用往往会导致最终失败，因为谁也无法准确判断股市未来的走向！

中国"基民"们对基金投资短期收益和绝对回报的追求，为中外投资机构在 QDII 产品的合作提出了新的课题。在大部分 QDII 基金产品中担任投资顾问的境外投资机构，其本身所处的市场较成熟，面对的海外基金投资者也具备长期目标理念，不会对短期市场的波动造成的短期亏损有如此激烈的反应，因此，他们往往在基金管理的操作中更注重基本面的研究、量化的分析和以长远收益为目标的投资运作。总体而言，大部分享誉全球的海外基金公司或资产管理公司在对基金进行投资运作时也更着眼于价值和基本面的研究，选出能够实现长期投资收益的个股，而不专注于交易、选择投资时机等追求短期效益的做法。

面对中国"基民"对短期收益、绝对受益的追求，一方面境外投资顾问需要了解中国市场这种特殊的情况和发展阶段，另一方面还要根据自己所熟悉和笃定的投资操作理念和方法提供投资顾问服务。而负责最终投资决策的中方基金公司为了保证基金的业绩，为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了满足中国“基民”的要求，还不得不使用自己所熟悉的、能够加大短期收益或保证绝对收益的种种投资运作方法。在这种情况下，摆在QDII产品中外合作双方的一个重要课题，就是如何能将海外投资顾问全球投资的经验、技术和技巧，同中国基金市场的实际情况相结合，以力争达到推出QDII投资工具的三大目标。

解决这一问题的关键之一在于如何加强对中国基金投资者的教育。因为“基民”对基金投资的根本认识、理念和态度不改变，对海外投资的风险和在自己资产配置中的作用的理解不改变，QDII产品的投资运作也就很难改变，而中国基金公司同国际资产管理业投资运作的接轨和真正达到国际化的目标也就很难实现。

笔者认为，对投资者的教育起码应着重三个方面：（1）对基金投资长远目标理念的正确认识；（2）对全球或海外投资风险的正确理解和评估；（3）在前两点的基础上，对投资全球或海外在自己资产配置中的合理分布的正确认识。

根据美国基金业发展的情况来看，美国经过二十多年对基金投资者的教育才使其对基金投资的性质、目标等有了较为成熟和基本正确的认识和理解。中国基金业的发展在短短十年内达到了美国基金业几十年才达到的规模。中国基金业对基金投资者的教育必须抓紧时间——QDII基金的入市提供了一个极好的机会。只有通过有效的对中国基金投资者的教育，才能使中国的“基民”们从短线的急功近利转到长期的收益目标，这样才能够帮助中国的基金经理们在QDII产品的海外投资操作上，真正同国际先进的投资方法接轨。在如何加强投资者教育方面，中国的基金公司也有许多可以向其境外投资顾问机构交流和学习的东西，而达到这一目标，需要基金公司、政府监管机构和媒体连同海外投资顾问机构联手共同努力，才能尽快、有效地实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国企业年金财税政策监管初探

根据中国社会保障制度改革的趋势和国家基本养老保险改革的方向，企业年金将同由国家提供的基本养老保险和个人储蓄养老保险成为中国社会保障体系中的三个支柱。根据企业年金制度已成为社会养老保险的主要支柱之一的一些发达国家，特别是美国的有关经验，对企业年金的财务和税收政策进行严格和有效的监管是使企业年金能够成为一个国家社会养老保险体系的重要组成部分的必不可少的环节。下面我们试图通过对美国各有关政府部门对企业年金进行监管的体制、运行和结构进行分析和讨论，结合中国目前财税政策监管的现状和企业年金的实际状况，就中国政府如何对中国企业年金的财税政策实施监管进行初步探讨。

美国企业年金财税政策监管制度的分析

（一）美国政府机构对企业年金的监管概况

目前，在美国的社会养老金体制中，由企业雇主资助的企业年金计划和其他以雇佣关系为中心的雇员福利退休金计划占有举足轻重的地位。据美国退休基金管理业所做的一项统计，截至 2000 年底，企业年金的投资基金及由政府部门为政府雇员资助的年金计划的投资基金的总资产已达到 8.3 万亿美元。同正在改革中的中国社会养老金体制的组成相似，美国的社会养老金体制也是由以下的三个支柱组成：（1）由国家提供的社会养老保险（Social Security）；（2）由企业雇主资助的企业年金计划；（3）个人储蓄和投资所提供的养老金收入。平均来讲，美国人退休之后的退休收入中，由企业年金提供的退休收入大约占 40%。剩余的 60% 则分别来自于国家提供的社会养老保险和个人储蓄及投资的退休收入。

美国的企业年金在美国的社会养老保险体制中以及在美国整个的经济体制中占据着如此重要的地位，势必获得美国政府机构的严格监管和控制。美国政府机构对美国企业年金的监管和控制的法律基础来源于管制美国企业年金的两部重要的联邦法规，即《税收法》（The Internal Revenue Code）和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《雇员退休收入保障法》(Employee Retirement Income Security Act of 1974)(以下简称《保障法》)。由于美国的《税收法》和《保障法》都属于联邦法规，因此，美国的企业年金计划基本上不受州级政府的管辖。美国联邦政府中负责监管企业年金计划的部门共有三个：美国税务局（Internal Revenue Service)、美国劳工部（The Department of Labor）和退休金津贴保证公司（Pension Benefit Guarantee Corporation)。其中，退休金津贴保证公司的作用基本上是为濒临破产或已破产的雇主资助的固定受益额退休金计划（Defined Benefit Plan）所提供的退休福利作出保证。由于中国的企业年金基本上是以固定缴费额的形式(Defined Contribution）为基本模式，我们就不对美国退休金津贴保证公司的作用进行详细介绍了。

美国税务局的主要作用是依据《税收法》，对企业年金计划优税或延税政策的执行进行监督和稽查。为了达到优税和延税的目的，美国的企业年金计划必须要符合《税收法》中规定的许多复杂和详细的要求。美国税务局则对每一个企业年金计划的计划书是否符合《税收法》中规定的各种税收优惠的要求进行审定，同时还对计划在实际运行中是否完全符合《税收法》的各种要求进行监管和实地抽查。

美国劳工部在监管美国企业年金计划方面的主要责任是确保计划对《保障法》中各种要求的执行。比如，根据《保障法》的有关规定，美国的大部分企业年金计划每年都要向劳工部上交包括企业年金计划各方面财务详情的年度报表，并必须对企业年金的财务状况进行审计。美国劳工部对企业年金计划是否能按时上交年度报表和对计划的财务工作是否合规负有监督和监控的责任，并负责对计划的财务工作进行审计。

此外，美国的《证券法》(The Securities Act of 1933)、《证券交易法》(The Securities Exchange Act of 1934)、《投资公司法》(The Investment Company Act of 1940）和《投资顾问法》(The Investment Advisors Act of 1940）等也通过对美国企业年金资金的投资对象如证券、共同基金、年金和提供企业年金各种服务的金融服务机构进行法律制约，它们对美国企业年金有间接的管制作用。而美国负责监督执行以上法规的部门，即美国证券交易委员会（Securities Exchange Commission）(以下简称证交会）也对美国的企业年金有间接的监管作用。

（二）美国劳工部对企业年金计划财务政策的监管

美国劳工部对企业年金计划的财务政策的监管主要是通过对企业年金每年上交的年度5500表进行收集和审查，以及对个别企业年金计划根据其5500表所提供的财务方面的信息进行实地抽查来实施。通过这些政府监管措施，美国建立了企业年金透明、公开的财务管理制度。《保障法》第103节要求每个企业年金计划每年必须向美国劳工部呈交年度报告。此外，《税收法》第6058（a）节也规定，任何优税合格企业年金计划每年必须要向税务局呈交年度免税报表。

以上的两个年度报表都是通过企业年金计划每年向美国劳工部呈交的5500表来实施的。5500表的申报内容包括，有关企业年金计划的财务、精算、参加者人数、服务机构或个人以及计划受托人等情况的详细披露和报告。此外，5500表还包括以下的附件：有关计划保险的信息（包括通过保险提供的计划福利)、企业年金计划精算的信息（包括一个固定受益额退休金计划资产、支付责任的价值及筹资标准账户的详细信息和数字)、企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业年金计划服务机构或个人及受托管理人的信息（包括在本年度中已被中止了的服务机构或个人的信息）、计划的财务报表、计划会计的报告。

按照美国劳工部、税务局及退休金津贴保证公司对5500表提出的要求，每一个企业年金计划的负责管理人（Plan Administrator）必须要在5500表呈交之前对表格中所填的每一项内容和每一个附件中所通报的内容，进行严格核实并在表上签字就此进行发誓证明，否则将犯有伪证罪。

5500表必须在计划年度结束之后的7个月内呈交给美国劳工部。向美国劳工部呈交的5500表也将被视为企业年金计划向美国税务局和退休金津贴保证公司呈交同样的报告，因此，无需再另外向这两个政府部门呈交这一报表。

美国劳工部设有专门的部门并有专业人员就美国所有企业年金计划呈交的5500表进行核实和审查，之后将其备案、存档。为了节省将成千上万的5500表进行备案、存档所需的空间，并为了抽查的方便，从1999年开始，劳工部要求资助企业年金计划的雇主以电子文件的方式呈交5500表，而劳工部也以电脑的方式将报表进行备案和存档。

美国劳工部对企业年金计划的财务政策进行监管的另一主要措施是，要求计划每年必须要由一个独立合格的会计就其财务报表进行审计和证实。根据这一要求，企业年金计划在5500表中所填入的所有有关计划财务方面的内容和信息，特别是包括有关计划的财务报表的每一项内容，必须都要由一个独立、合格的会计进行详细核实、审计；在核实、审计之后，该会计必须向企业年金计划的负责人提交一份审计报告，就其核实和审计的结果进行保证。如果在核实和审计过程中，会计发现任何于表中所填的内容不符实的情况，该会计有义务将此不实情况向计划负责人指出，并同计划负责人、计划律师及负责计划财务方面的人员一道查清和解决这一不实情况。年金计划在呈交其年度5500表时必须将会计的报告作为附件同时呈交给美国劳工部。如果在劳工部对计划的财务信息及报表进行审计时发现任何不实或错误的信息，为该计划提供审计服务的会计或会计师事务所都要承担法律责任，并有可能为年金计划所带来的任何经济损失负全部责任。

为了加强对企业年金计划财务政策进行监管的力度，美国《保障法》还对资助企业年金计划的企业雇主违反该法规中有关呈交年度报告的要求规定了刑事和民事处罚的条款。如果企业年金计划管理人没有按照要求向劳工部呈交年度报告，除非遇到不可抗拒的客观原因，计划资助者在违反要求期限后的每一天都要被罚款25美元（最多不超过15000美元）。此外，美国劳工部长还有权从计划管理人违反呈交年度报表的那一天起，向计划资助者征收每天1100美元的罚款。对于一个有意违反《保障法》中有关呈交年度报告或伪造、虚报年度报告中的各项信息，包括计划的财务信息的计划管理人或其他任何人，在法庭作出判定之后将被罚款5000美元（如果违反要求的不是个人而是机构，则被罚款10000美元），或是被监禁一年。此外，美国的劳工部长或任何企业年金计划的参加者、受益人或计划的受托人都可以通过民事诉讼的方式，来强迫违反呈交年度报告要求或在报告中进行欺骗行为的计划管理人对其违法行为进行纠正，并对造成的任何损失进行赔偿。

美国劳工部对企业年金计划的财务状况和信息进行监管的另一有效措施是通过其颁布的“自愿纠正过期年度报表呈交方案（Delinquent Filer Voluntary Compliance Program）”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来鼓励企业年金计划的负责管理人就其违规、过期呈交的年度报表或报表中有关计划的财务状况和细节有差错的信息进行自愿更正，以避免刑事或民事处罚。根据这一自愿更正的方案，任何过期未交计划年度报表的负责管理人都可以随时主动地将其过期的年度报表呈交给美国劳工部，其自愿更正之后的罚款将大大少于美国《保障法》中规定的罚款额。只有那些过期未交年度报表同时还没有收到美国劳工部交表过期通知的企业年金计划才有资格按照这一方案进行自愿纠正。

此外，美国劳工部还要求计划的负责管理人每年在计划年度结束之后的9个月内向所有的计划参加者和受益人提供一份计划财政年度报告的说明（Summray Annual Report），其目的是让计划参加者和受益人协助美国劳工部对计划的财务状况进行监督。计划年度财务报告说明的内容实际上是计划年度5500表中有关计划财务详情的概况总结。如果某计划参加者和受益人在所提供的计划年度财务报告说明中发现计划财务状况的某些具体数字和内容有出入或有疑问，他可以就其疑问向计划负责管理人寻求解释。如得不到满意的答复，他可以将此情况向美国劳工部的有关部门进行报告和揭发。

（三）美国财政部和税务局对企业年金税收政策实施的监管

1. 财政部和税务局对企业年金税收政策的管理作用。美国的财政部（Department of Treasury）和其所属的税务局是美国政府对企业年金计划的税收政策实施监管的主要部门。其中，财政部的作用主要是通过其税务政策办公室和总律师办公室对有关企业年金计划的税收和管理的政策方面进行规划。而税务局的作用则是根据美国《税收法》和财政部就企业年金所制定的税收政策进行具体实施和监督。财政部制定有关企业年金税务方面的政策的主要机构是其总律师办公室下属的企业年金主管律师办公室（Office of Chief Counsel, Employee Plans）。除了为企业年金的税收管理制定政策以外，该办公室有时还参加税务局制定企业年金计划税务管理的具体规章、条例和细则。

税务局则是对美国企业年金税务管理方面具体管理、控制和监督的部门。为此，美国税务局专门设有监管企业年金税务方面的部门和机构，并雇有上千名训练有素的专业人员和律师。这些部门根据企业年金税务管理的各方面的要求分工细致，专业明确。所雇用的专业人员和律师大部分都精通美国《税收法》对企业年金的法律要求，其中许多是专职企业年金税务管理和控制的职业律师和政府官员。

2. 美国税务局主管企业年金税务管理和监控的有关机构布局。为了进一步提高美国税务局贯彻执行《税收法》及有关税收政策的效率和效益，美国国会于1998年通过了《美国税务局重组与改革法》。该法要求美国税务局根据缴税者的需要下设四个司。根据这一法规，美国税务局于2000年进行了重组和改革，将其原来以美国地理区域为基础的机构结构改变为以税收业务运行为基础的四个司。它们是：工资与投资收入司、小型企业与个体户税收司、大中型企业税收处、免税组织及政府机构司。根据美国的企业年金计划享受税收优惠的待遇，企业年金计划归由税务局免税组织及政府机构司管理。而免税组织及政府机构司又专门设有企业年金计划处。根据对企业年金税务管理进行监控的性质和要求，企业年金计划处又下设三个科：企业年金计划检查科、企业年金守法指导科和企业年金公众教育科。

3. 美国税务局对企业年金税务管理和税收政策实施监控的体制与措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）美国税务局对企业年金的税务和税收政策的监控，在企业年金计划的建立、运行和终止的整个过程，都建有一套较先进和完善的管理体系。这一管理体系基本上是建立在信息化、专业化的基础之上的。首先，美国税务局在企业年金计划的建立、运行和终止三个阶段中都建立了较完整的信息申报和备案制度。在一个企业年金计划建立之后，资助企业年金计划的雇主和计划负责管理人必须向美国税务局就企业年金计划的建立进行税务登记。这一登记程序包括企业年金的资助雇主填报 SS－4 表，并以此向美国税务局有关部门申请企业年金计划的纳税编号。美国税务局在接到这一报表之后，便根据报表的内容为该企业年金计划建立税务档案，并通过向企业年金计划发行纳税编号将此年金计划记录备案。建立纳税编号进行备案的目的是达到信息共享：税务局内部各有关部门、其他监管企业年金的政府部门（如劳工部、退休金津贴保证公司及各地方的分支机构）都可查询（但不能更改）已备案的企业年金计划的有关信息。此外，这一备案程序还便于税务局对企业年金计划的有关税务情况在其运行的阶段进行监管和审查。企业年金计划在其一切运行和税务管理的业务中，比如呈交年度 5500 表等，都将使用这一纳税编号。

在一个企业年金计划建立之后，计划资助者还可以通过填交 5300 表将计划的文件呈送至美国税务局。税务局对其中的各项条款是否完全符合《税收法》对企业年金优税合格的各项要求申请进行确认。美国的《税收法》对优税合格的企业年金计划的法律文件和实际运行在雇员覆盖率、年度缴费额、禁止优惠高薪雇员及既得受益权等诸方面都有十分明细和复杂的规定。一个企业年金计划的文件或实际运行如违反了这些优税合格要求，就将失去免税或延税的优惠待遇，其结果是使所有计划参加者缴纳计划中的年金额都必须立即包括在其当期应税收入中。因此，虽然美国的《税收法》和税务局颁布的有关细则中不要求一个企业年金计划文件的合法性必须由美国税务局认定，但为了确保计划中各项规定和条文都完全符合《税收法》的各项要求，企业年金计划的资助者一般都主动向美国税务局申请就其计划的合法性进行判定。需要指出的是，美国税务局只就企业年金计划文件的合法性进行判定，而不对计划的实际运行进行判定。即便是这样，当一个企业年金计划受到税务局的抽查时，如果能够向税务局监管人员出示由税务局判定其文件的合法性的判定书，该计划就能够在计划文件上得到优税合格的保障。

在企业年金计划的运行阶段中，美国税务局是通过对计划参加者的个人、计划本身和资助计划的企业雇主三者要求就计划有关的各自税务情况进行年度上报来对企业年金的财税实施监控和管理。在计划参加者的个人方面，美国税务局要求该参加者的雇主每年都要向税务局就该参加者的年度收入和已扣缴的税额通过 W－2 表向税务局进行直接报告。此外，该雇主还必须将此报表的一份复件在所报告的年度结束之后的下一年的 1 月 31 号之前交给计划参加者本人。W－2 表除了就计划参加者的年度收入额和扣缴税额进行报告之外，还必须注明该参加者向企业年金计划所缴纳的任何税前缴费额。这一做法的目的有两个：一是使税务局能够有效地监督计划参加者每年向计划所缴纳的税前缴费额不超过《税收法》所规定的年限；二是在参加者从计划中提款时，税务局可监控应纳入当期应税收入的金额，从而控制税源。

另外，该参加者的雇主还必须向美国税务局下属的社会保险管理局（Social Security Administration）上报 W－3 表。这一表格同样就该参加者的年度收入和扣税额及向企业年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金计划缴纳的税前缴费额作详细的报告。根据美国的《税收法》，一个企业年金计划参加者向计划缴纳的税前缴费额只获得个人所得税的免税待遇而不被免除雇佣税，美国的社会保险管理局需准确掌握纳税者的年度收入和向企业年金计划缴纳的税前缴费额的总额以确定其需缴纳雇佣税的税额。

当计划参加者从计划中提款时，美国税务局还要求向该参加者付款的机构必须向税务局和参加者个人各交送一份 1099 - R 表。这一报表必须在提款年度结束之后的下一年的 2 月底之前呈交给税务局和提款者本人。这一表格必须准确注明提款额中需付个人所得税的金额和免付个人所得税的金额及原因。在收到该表之后，提款的参加者本人必须将表上所报告的需付个人所得税的金额包括在其年度当期应税收入之中。而美国税务局则凭借其收到的 1099 - R 表的信息就该参加者的应税收入中是否已包括进表中所注明的应付个人所得税的金额进行核实，以此对计划参加者个人提款时需付税的税额进行监控。

就企业年金计划本身来说，美国税务局要求计划每年必须要向税务局呈交变更年度 5500 表。除此之外，如果一个企业年金计划就其计划年度（Plan Year）或信托年度（Trust Year）进行更改，该计划必须要向税务局提交 5308 表，将变更通知税务局。这是因为，美国《税收法》中对企业年金计划可为计划参加者缴纳的退休金缴费额的年度限制，一般都建立在计划年度而不是日历年度的基础上。此外，一些旨在防止对高薪雇员优惠的测验也是根据计划年度来进行的。因此，如果一个企业年金计划就其计划年度的开始和终止日期进行更改，那么它就必须向美国税务局通报，以便税务局对该计划的年度缴费额和反优惠测验进行有效监控。

此外，如果一个企业年金计划同另一个企业年金计划进行合并，或一个企业年金计划分成两个或多个企业年金计划，并由此将计划资产进行组合或分离的话，那么该计划也必须向税务局呈交 5310 - A 表，将计划的合并或分离及计划资产的合并或分离进行准确和详细的报告。该报表必须在计划的组合和分离之后的 30 天之内上交美国税务局。

从资助企业年金计划的雇主方面来讲，美国税务局要求雇主在每年上交的企业所得税报表中详细注明其向企业年金计划所缴纳的缴费额。这一要求对税务局监控企业年金的税务优惠能起到两个作用。一是监督该公司向企业年金计划缴费的缴费额是否超出了《税收法》规定的限额。美国《税收法》第 404 款中规定，如果一个纳税企业每年向其资助的企业年金计划中所缴纳的缴费额不超过所有计划参加者年工资总和的 25%，则这些缴费额可以在企业的所得税报表中获得减税的优惠。因此，美国税务局需要准确地掌握一个企业每年向其资助的企业年金计划所缴纳的缴费额的数据，以确定其是否超过了可以扣税的限额。另一个目的就是协助税务局准确地掌握企业每年的纳税收入是多少，以准确计算出其应付的企业所得税。在一个企业年金计划终止时，美国税务局规定该计划可以在其资产全部分配给计划参加者之前，向税务局呈交一份 5310 表，一方面通知税务局有关计划终止的决定，另一方面申请税务局对计划终止时的优税资格进行最后判定。根据有关规定，只有在企业年金计划收到税务局的书面通知之后，该计划才能开始将其资产分配给计划参加者。

（2）除了以上所谈到的企业年金计划从建立到终止的一整套通过登记年度报表和其他申报要求而对企业年金的税务政策实施监控的信息共享体系以外，美国税务局还通过其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业年金计划处实施以下三方面的措施。第一方面的措施是加强对企业年金计划的资助者和参加者进行有关企业年金计划优税合格要求的普及教育，以此来加深美国公众对企业年金计划税收政策的理解，从而促进他们对《税收法》有关年金计划优税合格要求的遵守和执行。这一方面的措施主要是通过企业年金计划处下设的公众教育科来具体实施。美国税务局在全国各地定期举办专业讨论会，邀请资助企业年金计划的公司企业代表、专职企业年金法律的律师以及为企业年金计划提供各项服务的会计师事务所、顾问事务所、投资顾问和其他金融公司的代表参加。美国税务局利用这些专业讨论会向与会者介绍有关企业年金计划税收政策方面的新动向和规定，并介绍税务局对企业年金计划优税方面所颁布的条例细则和执行方法、内容。同时，美国税务局也利用这些讨论会同广大企业年金方面的专业人员进行面对面的交流，听取他们对有关企业年金计划税收政策管理方面的反馈意见，以进一步改进其管理和监控的工作。另外，美国税务局还派企业年金计划处中经验丰富的律师到有关企业年金业界举办的各种专业会议上开展讲座并进行问题解答，以此来进一步加强公众对企业年金计划税收合格的复杂要求的理解。

第二方面的措施是根据美国《税收法》中对企业年金优税合格的要求所颁布的条例、细则和规定，对《税收法》中的条款进行进一步地解释和说明，并对年金计划的执行作详细、具体的指导。这一方面的工作主要是由企业年金计划处下设的企业年金守法指导科来负责。该科通过颁发有关条例细则（IRS Regulations）、税收程序（Revenue Procedure）、税收规定（Revenue Ruling）和个别案例判定（Private Letter Ruling）来为企业年金计划遵守《税收法》的优税合格要求提供指导。其中，条例和细则主要是对《税收法》的法律条文的诠释和具体实施的细则。税收程序则是对企业年金计划向税务局进行登记、申报或申请对其优税合格的资格进行判定的程序。而税收规定是税务局对《税收法》及其颁布的条例、细则中的要求的具有普遍性的技术问题进行说明的具有指南性的文件。如果某一个企业年金计划对其所存在的一些特殊问题寻求指导，税务局的企业年金守法指导科就以“个别案件判定”的方式就该问题进行解答。美国税务局定期将以上的各种文件公布于众，以便于专职这方面法律的律师或其他企业年金专业技术人员掌握税务局的意图。

企业年金守法指导科的另一个主要责任是对企业年金计划的税收合格资格进行认定。为了有效履行这一责任，企业年金守法指导科专门设有“企业年金计划优税合格资格确定组”。这一组内雇有几百名精通《税收法》和有关条例、细则的专业人员，其中许多是职业律师。他们对提出申请的年金计划的法律文件中每一条款进行详细审阅以判定是否完全符合《税收法》的有关要求。当美国国会对《税收法》中有关企业年金的规定作出重大修改时，企业年金计划的法律文件也必须根据修改后的法律规章进行修改。而每次修改之后都需将修改后的计划法律文件呈交美国税务局就其文件的合法性再次进行确定。根据有关申请计划优税合格资格的税收程序的规定，企业年金计划的法律文件一般必须在新法规通过之后的一年之内进行相应修改，并在修改后的 6 个月之内提交税务局进行确定。而税务局在接到申请之后的 6 个月内必须对提出申请的计划的优税合格资格作出判定或否定。如果在审定过程中，税务局发现某一企业年金计划的法律文件中的某些条文不完全符合法律规定，他们将同该计划的律师取得联系，就有问题的条文提出质疑和修改的要求。在计划文件按要求修改之后，税务局将向该计划的负责管理人发送一封计划优税合格资格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定书（Favorable Determination Letter）。该确定书的法律效用是对该企业年金计划的法律文件的合法性的保障。

美国税务局对企业年金税务政策实施监控的第三方面的措施是，对企业年金计划在实际操作和运行中是否符合《税收法》的各项优税合格的要求，进行不定期的实地抽查和检验。这一方面的工作主要是由企业年金计划检查科负责的。这个科按美国 50 个州的地理分布将对企业年金计划的税务检查分为 6 个检查区：东北区、大西洋中部区、墨西哥海湾沿岸区、五大湖区、中部山区及太平洋沿岸区。这个科雇了大约 550 名企业年金计划税务检查员。这些检查人员都是经过考试、严格挑选出来的，他们一般都必须是大学毕业，大部分还获有法律特别是《税收法》方面的研究生学位。有些检查人员还有数年的普通税务检查的经验。这些检查员根据美国企业年金计划不同的种类和性质分成不同的专业小组，如 401（K）计划小组、固定受益额计划小组和 403（B）计划小组等。这些专业的税务检查人员遍布于所有企业年金计划检查区，并根据企业年金年度报告和其他的有关税务报表所显示的情况及一些企业年金计划参加者或受益者向税务局通报或揭发的情况，对企业年金计划的运行和操作进行实地检查。为了保证检查人员的专业知识水平和实地检查的质量，美国税务局对这些专业检查人员进行定期的培训。同时，还就企业年金计划实地检查的技术——需要核查的问题、核查的方法及所依据的法律条文等编写出全国通用的《企业年金计划检查指南（Employee Plan Examination Guidelines）》。检查人员如在检查的过程中发现有任何违章的操作或运行，立刻同计划的负责管理人就如何纠正违章的操作和运行进行谈判并达成协议。需要指出的是，为了防止滥用职权或拉拢腐蚀的现象，对企业年金计划违规的判定必须由税务局的有关部门正式作出，检查人员则没有这种权力。在大多数情况下，对违章做法的纠正原则是，使计划由于违章操作而受到的任何经济损失由资助计划的企业进行补偿。另外，该企业还要向美国税务局补缴一定的罚款。如果违章行为严重或是证明是明知故犯，检查人员便经美国税务局的有关部门批准而取消企业年金计划的优税合格资格，使所有企业年金计划参加者缴入计划的退休收入存款被立即纳入其当期应税收入之中。如果资助企业年金计划的企业雇主对美国税务局税务检查人员的判定有疑义，他们既可向美国税务局提出复议的申请，也可直接向美国税务法庭提出上诉。

为了进一步鼓励和加强企业雇主及为企业年金计划提供各方面服务的专业人员遵守《税收法》中各项优税合格要求的主动性和自觉性，美国税务局还专门设立了“企业年金计划自愿更正违章行为体制（Employee Plan Voluntary Compliance Program）”。这一体制为企业年金计划在其法律文件和实际操纵两方面所出现的违章行为如何进行自我更正提出要求和规定。当然，只有还没有受到税务局实地检查或正在被税务局进行实地检查的企业年金计划才能够利用这一体制进行自我更正。美国税务局所颁发的有关文件对可以进行自我更正的违章行为的分类、性质、纠正方法和纠正日期等都作出了明文规定。企业年金计划的负责管理人和律师可以根据这方面的指南在发现其计划有违章行为之后进行自愿更正。

自愿更正的方法主要分为三种：一种是无需经美国税务局审批的自我更正。属于这一类的违章行为一般性质并不严重，违章行为所牵扯到的企业年金计划的参加者的人数或资产量也不大。第二种是要经美国税务局的有关部门审批之后才可以进行的自愿更正。属于这一类更正的违章行为一般性质要比第一种严重，所违反的有关法律规章的要求也较为重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要。因此，为了严格把关，美国税务局要求对这一类违章行为的更正，必须要先由计划向美国税务局就其更正的方法进行详细说明后再由税务局批准才能生效。第三种则是在某计划接到税务局检查通知之后但实地检查还未开始之前，计划管理人主动向税务局报告其发现的有关违章的行为并与其进行谈判的一种自愿更正的方法。属于这一种可通过谈判进行更正的违章行为一般较前两种更为严重，计划资助者需向税务局缴纳的罚款额也更多。根据美国企业年金界的有关统计，自美国税务局从 1995 年最初设立这一自愿更正体制以来，它对于促进企业年金计划对《税收法》中所规定的优税合格要求的自愿遵守有十分明显的促动作用。--方面，美国税务局企业年金计划检查科人手有限，不可能就全国存在的每一个企业年金计划都进行详细的实地检查。因此，这一自愿更正体制通过鼓励企业雇主就其计划中发生的某些违章行为进行自愿更正而大大加强了企业年金计划按规章操作、运行的效益。同时，也进一步加强了美国税务局对企业年金计划税务政策监管的效率。另一方面，美国税务局对一个企业年金计划的实地检查不仅会花费和占用企业年金计划资助者的许多人力和物力，而且在计划发生违章行为之后往往对其违章行为所造成的危害缺乏明确的认识。而自愿更正体制为企业年金计划的资助者就计划的违章行为进行自愿更正提出了明确的指南。这不仅使企业年金计划对如何更正计划的违章操作行为以及这一更正对计划带来的后果有明确的认识，而且还大大减少了该计划在将来受到美国税务局实地检查时被取消其优税合格资格的可能性。

中国建立企业年金财税政策监管制度的重要性和原则

（一）重要性

1. 中国已经提出了“全面建设小康社会”的实际经济建设目标，而建立健全具有中国特色的社会养老保险体制、保障全中国人民的退休生活达到小康水平是全面建设小康社会的重要部分。按照中国养老保险体系建设总体方案的要求，社会养老保险由基本养老保险、企业年金和个人储蓄养老保险三个支柱组成。在这三个支柱中，企业年金又在减轻养老保险远期财务风险、降低国家基本养老保险代替率方面起着决定性的作用。在经济发达的国家里，企业年金的发展已逐步成为社会养老保险的主要支柱，而中国随着经济建设的不断发展，企业年金也必将在社会养老保险体制中成为提供退休养老收入的主要工具。虽然中国早在 1995 年就提出了试行企业年金的初步意见，但实际发展极为缓慢。目前，建立了企业年金的企业职工仅占基本养老保险参保职工的 2%，而企业年金制度在中国发展缓慢的主要原因之一是缺少税收优惠政策。

根据美国私有退休金体制成功的经验，企业年金制度的成功需要有以下三个因素：（1）健全的法律制度；（2）行之有效的税收优惠制度；（3）成熟的金融市场。这其中建立行之有效的税收优惠制度，既包括要制定完好的企业年金税收优惠政策，也包括建立健全对已制定好的税收优惠政策的监督、管理制度。两者缺一不可，相辅相成。没有积极鼓励企业为其雇员资助企业年金计划的税收优惠政策，再得力的财税监管制度也无法促进企业年金制度的发展和健全；反过来，只制定出设计完好的税收优惠政策，而缺乏监督、管理、实施和执行这一政策的制度和措施，那税收优惠政策也只能是一纸空文，而且还势必导致偷税、漏税、骗税、私自挪用企业年金资产等腐败现象的蔓延和泛滥，而最终导致企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业年金制度的失败。

2. 建立健全企业年金财税政策监管制度是保障国家税收收入同鼓励企业年金发展之间建立有机平衡的必要环节。从宏观的角度讲，确保国家财政收入能充分发挥税收调节经济的杠杆作用，促进经济体制改革和国民经济协调发展的基础。而为鼓励企业年金的建立所制定的税收优惠政策将不可避免地导致国家税收收入的减少。这是因为，企业年金的税收优惠政策是建立在给予资助企业年金计划的企业就其计划缴费额以永久性免税和给予参加企业年金计划的职工个人就其缴费额以临时性延税的两个优税待遇基础上的。从企业的角度来讲，其向企业年金计划中所缴纳的缴费额可从其当期应税的企业收入中扣除，从而达到减少其企业所得税、营业税和增值税的税收优惠效果。从参加企业年金计划的职工个人的角度来讲，其每年向计划缴纳的缴费额将不被包括在其当期应税收入中，从而免于当年的个人所得税。只有当参加年金计划的人退休并从计划中提款时，他所提款的款额才被包括进他当期应税收入中，因此，他获得了临时延税的税收优惠待遇。另外，企业职工在参加企业年金计划时往往是他收入的高峰期，而在退休时他的收入往往会减少，这就导致了参加企业年金计划时的税率往往要高于其退休提款时的税率，因此，参加企业年金计划的职工个人实际上最终会因此而获得更多的优税待遇。

以上的企业和职工个人所享受的种种优税待遇必将导致国家税收收入的减少，因此，在设计和制定企业年金计划税收优惠政策时必须要同时考虑鼓励企业年金的建立和充分保障国家税收收入两个因素。而建立健全企业年金财税政策监管制度是在这两个因素之间建立有机平衡的必要环节。只有建立严格、有效的企业年金财税政策和监管制度，才能够保证国家征回因企业年金的税收优惠所失去的全部或部分税收收入，从而减少这一税收优惠政策为国家财政收入以及整个国民经济带来的负担。

3. 建立健全企业年金财税政策监管制度是鼓励企业自愿为职工建立企业年金和职工积极参加企业年金的有力措施。从这一点来讲，中国在建立企业年金财税政策监管制度的同时，必须要建立健全国家整个税收管理制度，全面加强各方面的税收征收管理工作。否则，没有行之有效的全面税收监管体制的配合，再健全的企业年金财税政策和监管制度也将孤掌难鸣，无法发挥其作用和效用。企业年金的税收优惠政策是一个国家整个税收政策的重要组成部分。只有在如个人所得税、企业所得税、营业税、增值税等方面有健全和行之有效的税收征收管理制度和措施，从而杜绝这些税收方面的偷税、漏税现象，才能够充分体现和突出企业年金所享有的税收优惠的优越性和吸引力，从而起到鼓励企业为职工建立企业年金计划和鼓励职工积极参加计划的作用。否则，如果整个税收征收管理体制不健全，监管缺乏效力，企业和个人纳税人有多种偷税和漏税的渠道，那么对企业年金的建立和参加就不会有任何动力。根据美国这方面的经验，由于美国的整个税收征收管理制度十分严谨，无缝可钻，资助和参加企业年金对企业和职工个人来讲，是仅有的几个免税和减税的合法途径，企业和职工对资助和参加企业年金计划都有很大的主动性和积极性。而行之有效的企业年金财税政策和监管制度进一步确保了企业和职工个人资助并参加企业年金所享有的税收优惠的待遇，保证了参加企业年金计划的个人的经济权益，从而进一步促进了企业年金计划的发展。

（二）建立企业年金财税政策和监管制度的原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改革开放以后，国务院最初于 1986 年 4 月 21 日发布了《中华人民共和国税收征收管理暂行条例》，为中国的税收征收管理制度建立了最初的构架。之后，为了加强对税收执法权的监督和制约，减少税收执法的随意性，中国的税务系统在税收管理上先后进行了三次大的改革。1994 年，结合税制改革，中国取消了过多、过滥的临时性个案税收减免，强化了征收、管理、稽查的分工制约，这便是税收管理上的第一次改革。1996 年，中国提出了新的税收征管模式，进一步明确了征纳双方的法律关系，变税务人员下户收税为纳税人上门申报缴税，变专管员管户为管事，将过于集中的税收执法权予以分解，这是税收管理上的第二次改革。2002 年年底，中国又提出以税收信息化为突破口，进行征管、机构、人事制度相结合的综合改革，收缩基层征管机构，逐步实现税收管理的信息化和专业化，进一步上收和分解基层第一线的税收执法权，以此规范执法行为，推动依法治税在基层的落实。这就是税收管理上正在进行的第三次改革。在这次改革中，税收信息化建设、“金税工程”是主力军和突破口。在其推动下，通过基层征管、机构和人事制度的配套改革，逐步实行税收专业化管理，从而在体制、机制上实现了对税收执法权的监督和制约。

中国多年来在建立税收征收管理体制的发展过程中产生的经验和教训为中国建立企业年金财税政策的监管制度提供了十分可贵的借鉴。企业年金财税监管制度应该借中国进行的整个税收征收管理制度改革的东风拓展一个良好的开端。中国对其企业年金财税政策的监管应充分吸取中国在整个税收征收管理体制发展过程中的经验、教训，根据企业年金税收优惠的特点和其在国民经济发展中所起到的独特的作用，在整个税收征收管理体制的原则基础上建立适用于企业年金财税管理的原则。

根据美国有关的成功经验，结合中国整个税收征收管理体制改革的现实和企业年金税收优惠的特点，笔者认为，中国对其企业年金财税政策的监管应本着“大处着眼，小处着点，征检从严，处罚从宽”的原则来实施。

1. 大处着眼。从宏观角度讲，企业年金财税政策监管的方针和措施应同中国整个税收征收管理政策相协调、相统一，并同税务系统开展的反腐倡廉的改革相配合，以依法治税、抓税务廉政为起点，以信息化、专业化为突破口，成为“金税工程”的一部分，建立监控严密、信息共享、协调高效的现代化企业年金财税的管理体系。这一体系必须重视为企业年金提供税收优惠的政策与发展具有中国特色的社会养老保险体系及经济发展和社会进步之间的关系，在促进企业年金发展和确保国家税收收入之间建立平衡。

2. 小处着点。对于企业年金优税政策的具体执行和实施，一方面为广大资助企业年金的企事业单位和计划参加者就如何正确执行和遵守企业年金税收优惠的政策和法规及相关的税收要求提供及时和准确的解释和指南；另一方面为国家的立法机构就其所制定的企业年金税收优惠政策和法规的实施情况进行调查研究，提供如实的反馈信息，提出对这一政策的改革意见，并同时就企业年金税收优惠政策法律、法规的实施制定细则。

中国的企业年金制度刚刚起步，对企业年金提供税收优惠的政策也正在尝试之中。有关企业年金税收优惠的法律、法规在最初颁布之后，准备办理企业年金计划的企业雇主和参加计划的职工雇员必定对如何遵守和执行有关的法律、法规中的各项要求存有疑问。这就需要将企业年金税收优惠政策实施监管的政府部门同广大企业年金的资助者和参加者建立有效的通讯渠道，及时、准确地了解并收集执行新颁布的法律、法规过程中的疑难和困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难，并就此有针对性地发布实施有关法律、法规的细则和指南。根据美国多年的经验，对企业年金税收优惠政策的有效监管是同税务局为如何执行企业年金税收优惠政策法规的具体实施措施、执行方法和细节作出明确的指南和解释分不开的。

另一方面，在国家最初制定有关企业年金的税收优惠政策之后，对于政策实施的具体情况，是否符合实际情况，有的放矢，其要求是否达到了预期的效果等，也需要及时进行调查研究，不断地将企业年金的税收优惠制度进行改革、完善。这也要求有关负责企业年金税收政策监管的部门通过其监督和检查政策的执行来收集这方面的情况，及时反映和反馈到有关立法部门。所有这两方面的工作都需要做得细致、精确，这也正是“小处着点”的意思。

3. 征检从严。征检从严要求企业年金计划执行和遵守国家对企业年金计划税收优惠所提出各项要求要实施严格的稽查和审查，对企业年金计划的参加者在从计划中提款时所应纳税加强征收管理。对企业年金计划是否符合税收优惠的各项要求和法律规定进行检查和落实是国家对企业年金计划财税政策实施监管的中心环节。它直接关系到国家能否通过其企业年金税收优惠政策而真正达到鼓励和加强企业年金计划的发展，并成为中国社会养老保险体制中重要支柱之一的目的和效果。前面已经简单提到过，给予企业年金计划税收优惠的待遇将会造成国家税收收入的部分损失，而这一损失只有通过鼓励和刺激企业年金计划的发展和普及、减轻国家在经济上所承担的基本养老保险的负担来进行补偿。

同样重要的是，在参加企业年金计划的职工个人这一层，参加企业年金所获得的税收优惠待遇基本上是延税而不是永久性的免税。国家在一个职工参加企业年金计划的过程中向计划缴费时通过税收优惠所失去的税收收入，要在计划参加者从计划提款时通过对提款的征税而得到部分的收回和补偿。随着企业年金计划的发展和普及，参加企业年金计划的人数急剧增加，企业年金计划的缴费额必将大幅度提高。此外，这些缴费额通过有效的投资管理，其价值也会有增加，从而成为国家税收收入的主要税源之一。因此，在对企业年金计划遵守和执行税收优惠各项要求进行监管的同时，必须加强对企业年金提款的税收征收管理工作。在这一方面，中国的税收管理制度中所贯彻的“加强征管，堵塞漏洞，惩治腐败，清缴欠税”的原则也应完全适用于企业年金提款中税收征收的管理工作。

另一方面，国家通过给予企业年金税收优惠的待遇向计划所提出的有关既得受益权、职工覆盖率、提款方式和年度缴费额的限制等方面的要求，都是确保企业年金成为中国社会养老保险体制的重要支柱，保证国家税收收入，鼓励企业年金计划的建立之间有机平衡的至关重要的措施。只有通过对企业年金计划执行和遵守这些要求进行十分严格的检查、监督和落实，才能确保给予企业年金计划税收优惠待遇所预期达到的目的。在加强对企业年金提款所进行的征税管理工作中，有关监管部门应该做到加强监控、明确税收执法主体、税款优先、强化执法手段、完善法律责任等。通过这些措施来进一步加强对企业年金优税合格要求的执行情况的严格检查和税收征收管理。

4. 处罚从宽。对违反企业年金计划税收优惠要求的操作，为了避免给计划参加者带来过于严重的经济上的处罚，中国应采取从宽处理的原则。这一原则是根据企业年金计划在中国社会养老保险制度的发展过程中所处的阶段、它的性质和特点而提出的。同时，这一原则也是和新征管法中有关保护纳税人合法权益和纳税人依法享有权利的精神相一致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。首先，中国的社会养老保险体制初具规模，企业年金还属于新生事物。企业年金税收优惠的政策和法律、规章颁布以后，必将要有一个适用的过程。在这一过程中，试图建立企业年金的企业雇主在如何执行和遵守新颁布的企业年金税收优税政策和法律、法规方面不可避免地要出现误解、错解或其他无意识的违规操作行为。在这种企业年金初建的时期，如果对于违规操作，特别是非有意识的违规操作处罚过严，将会打击企业雇主参加企业年金计划的积极性，尤其是中国的企业年金制度是建立在完全自愿的基础之上的。因此，在从严检查的基础上，应该给企业年金计划的资助者提供适应、理解和正确执行新颁布的有关企业年金税收优惠政策和法律、法规方面的要求的机会和过程。

此外，一个企业年金计划对税收优惠政策和法律、法规方面的违章操作的性质同一般纳税人在纳税或报税方面违反有关税收法方面要求的性质也有根本的不同。一方面，企业年金计划所违反的规章和要求一般都是在既得受益权、职工覆盖率或年度缴费额限制方面的违规行为；所造成的后果一般是违反了部分计划参加人的合法权益，而不是像纳税人企图通过偷税、漏税、抗税或骗税的违规行为对国家的税收收入造成直接危害的严重后果。因此，对企业年金计划本身违规操作的处罚应基本上是建立在恢复和保全计划参加者的合法权益的基础之上的。

对一个企业年金计划违反税收优惠合格要求的处罚的特点，也同惩罚一个纳税人偷税、漏税的特点不同。一般对企业年金违规操作的惩罚是剥夺其优税合格的资格从而造成所有计划参加者必须将其已获得税收优惠的缴费额包括进他们的当期应税收入中。这种惩罚所涉及的计划参加者人数和对他们造成的经济负担要远远超过对某一个纳税人偷税、漏税所进行经济惩罚的程度。因此，剥夺一个企业年金计划优税合格资格的惩罚措施不应过多使用，而要根据违规操作的性质和程度，多使用恢复计划参加者因计划的违规操作所丧失掉的合法权益和经济利益这样的惩罚措施。

另一方面，在对一个企业年金计划违规操作进行从宽处理的同时，要对企业年金计划违规操作负有责任的个人或企业单位进行从严处罚。同时，对那些参加计划的个人参加者在从计划提款时有意偷税、漏税、骗税或抗税的行为也要进行从严处置。在这方面，有关企业年金财税政策监管的法律、法规中必须对有意违章操作的计划管理人、计划受托人或企业管理层所应承受的民事和刑事上的惩罚进行明文规定，并且就违反有关税收优惠要求的行为给予无限期的追究和处罚作明文规定。对计划参加者个人在从计划提款时企图偷税、漏税、骗税和抗税的违法行为以及其他逃避纳税义务的行为采取简化的保全和强制执行措施，以达到税收保全的目的和效果。

企业年金财税政策监管的模式和结构

(一) 中国目前税收征收的管理体制

中国目前税收征收的管理体制主要由四部分组成：(1) 税务管理；(2) 税务征收；(3) 税务检查；(4) 惩罚制度。《中华人民共和国税收征收管理法》为中国的税收征收管理体制提供了法律依据，是中国税收征收管理的基本法律，是税务机关依法行政的重要依据。

中国目前的税务管理机构由两个层次构成：一个层次是中央级的国家税务总局，另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个层次是地方税务局。从行政制度的角度来讲，地方税务局由国家税务总局领导。从具体的税务管理业务角度来讲，国家税务总局负责中央级税务的征收和管理工作，这其中包括企业和个人所得税、增值税、消费税、营业税以及资源税类、特定目的税类、财产行为税类及进出口关税的征收管理工作。而地方税务局主要负责征收各种地方税，如房地产税、车船使用牌照税、城镇土地使用税等的征收和管理工作。此外，地方税务局还受国家税务总局的委托兼管各种农业税类，如农业税、牧业税、农林特产税、耕地占用税等的征收和管理工作。国家税务总局在各省、直辖市和自治区都设有分支机构，比如，北京市国税局、福建省国税局等。地方税务局是设立在各省、直辖市和自治区一级的税务局，如北京市地方税务局、福建省地方税务局等。

国家税务总局对全国国税系统实行垂直管理，并协同省级人民政府对省级地方税务局实行双重领导。国家税务总局对中央级各种税类的税收业务管理是通过设在各省的国家税务局及下设的分支机构来实施的。地方税务局的税收征收管理工作则一般是由地方税务局下设的征收管理分局来实施。而国家税务总局设在地方的分支机构则下设有类似国家税务总局机构的各职能处。此外，各省市级的国家税务局还根据该省市的地理分区下设地区或县一级的国家税务局。这些国家税务总局的地区分支机构负责对各种中央税类的征集和管理的具体实施工作。地方税务局的机构设置同国家税务局的机构设置类似，除在地方税务局机关下设置各种不同的职能处以外，还根据该地方的地理分区下设区县一级的分局。

中国目前税收征收管理工作主要包括税务管理、税务征收、税务检查和惩罚制度四个主要环节。税务管理包括税务登记、账簿凭证管理和纳税申报等要求。根据这些要求，纳税人（包括企业和个体工商户及从事生产的事业单位）都要在领取营业执照后的 30 天内向税务机关申报办理税务登记，并由税务机关审核之后发给税务登记证件。此外，纳税人还必须持税务登记证件在银行或者其他金融机构开立存款账户时，将其全部账号向税务机关进行报告备案。而银行和其他金融机构则必须在纳税人的账户中登录税务登记证件号码，并在税务登记证件中登录纳税人的账户和账号。还有，在税务登记程序中，税务机关与工商部门在有关信息的传递方面进行配合，工商行政机关在办理登记注册、核发营业执照之后要定期向税务机关进行通报。这样，税务机关就能凭借税务登记证件号码了解纳税人银行开户情况以达到控制税源的目的。从事生产、经营的纳税人的财务会计制度或者财务会计处理办法和会计核算软件必须要呈送税务机关备案。国家根据税收征收管理的需要，可使用税控装置。纳税人还必须在法律、法规规定的期限内向税务机关如实办理纳税申报，报送纳税申报表、税务会计报表以及税务机关根据实际需要要求报送的其他纳税材料。

在税款征收方面，采取纳税人自愿在规定期限内缴税和扣缴义务人按照法律、法规的规定强制性代扣代缴两种制度。其中，代扣代缴制度中还包括扣缴税款登记制度，要求扣缴义务人办理扣缴税款登记以加强对税源的控制。在税务检查方面，属于国税系统和地税系统的中央和地方的税务机关可以对下列税务进行检查：纳税人的账簿、记账凭证、报表和有关材料，扣缴义务人代扣代缴、代收代缴税款账簿、记账凭证和有关资料，纳税人的实际营业场所和货物存放地，纳税人应纳税的商品货物和其他财产，扣缴义务人与代扣代缴、代收代缴税款有关的经营情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税款征收的方式包括查账征收、查定征收、查验征收、定期定额征收以及代征、代扣、代缴。代征人按照税收法规和代征、代扣、代缴税款证书的规定，履行代征、代扣、代缴税款的义务，并办理代征、代扣、代缴税款的手续。

在惩罚制度方面，纳税人或扣缴义务人根据违反税收法律和法规行为的性质分别设有罚款和依法追究刑事责任等处罚制度。在追究刑事责任的程序中，税务机关依法移交司法机关进行。在纳税人、扣缴义务人、纳税担保人同税务机关在纳税上发生争议时，必须先按照税收纳税决定缴纳或者解缴税款及滞纳金或者提供相应的担保，然后依法申请行政复议。对行政复议决定不服的可以依法向人民法院起诉。如当事人对税务机关的处罚决定、强制执行措施或者税收决定不服的，可以依法申请行政复议，也可以依法向人民法院起诉。

（二）企业年金财税监管体制的建议

中国的企业年金财税监管体制必须建立在中国整个税收管理体制的基础之上。企业年金财税政策的监管制度也应该汲取目前中国整个税务系统改革的特点和措施，从体制、机制和制度上的基本建设着手，立法建章，从严管理，建立起功能齐全、协调高效、信息共享、监控严密、安全稳定的企业年金财税政策的管理信息系统和体制。

1. 立法建章，依法监管。根据美国一百多年来企业年金财税管理监督方面的历史经验和中国目前建立健全税务管理制度的情况，中国的企业年金财税政策的监督制度必须从立法开始。设立企业年金财税政策监管的基本法律是建立监管制度的基础。只有在这方面建立了健全的法律，政府的有关监管部门才能依法行事，企业年金计划的资助者、参加者及服务机构才能有法可循。中国改革开放以来对税务管理制度的历次改革的经验和教训也一再证明，立法建制、严肃执法是建立健全税务管理秩序的“治本之策”。

对企业年金财税政策监管的立法，既可以通过对现有的《中华人民共和国税收征收管理法》进行修改、增加有关企业年金财税政策监管的条款来实现，也可以根据企业年金财税政策监管的特点而另立新法。

对企业年金财税政策方面的监管与国家其他税务管理的着重点有根本的不同。国家的税务管理工作的着重点是以“加强征管、堵塞漏洞、惩治腐败、清缴欠税”为原则，以为国家多收税、多聚财，为国家的整个经济社会发展提供强大的财力保障为最终目的。而对企业年金财税政策的监管则必须集中于保证国家通过给予企业年金计划税收优惠待遇的最终目标得以实现。这一目标就是通过在计划的职员覆盖率、既得受益权等方面提出的要求，使企业年金能够为广大企业职工提供足够的退休收入，从而使企业年金成为中国社会养老保险中的一个主要支柱。在保证实现这一最终目标的基础上，确保企业和职工个人向企业年金计划缴款时和在职工个人从计划中提款时免税、减税和征税的准确性，从而严防骗税、偷税和漏税的腐败现象。因此，在对现行征管法的修改或另立新法的内容中，都应该考虑和反映监管企业年金财税政策的这一特点。

在内容方面，企业年金财税政策监管的有关法规应该就如下方面作出明文规定：企业年金财税政策监管执法的主体；企业年金财税管理的主管政府部门和机关；主管部门和机关监管的职权范围、监管范围；企业年金在建立、运行和终止的整个过程中所必须履行的税务申请、税务登记申报、财务披露、年度报告的要求；资助企业年金计划的企业和参加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划的职工个人年度申报和在提款时纳税申报的要求；为企业年金计划提供账户管理、投资管理和计划其他行政管理的有关服务的金融机构所必须履行的扣缴义务；银行和其他为企业年金计划提供托管服务的金融机构，在企业年金计划建立账户时，登录税务登记证件号码并在有关证件中登录其账户、账号的规定；企业年金计划账户财务管理的要求；对企业年金计划进行年度的由独立会计师进行审计的要求；负责监管企业年金财税政策的税务人员的专业标准和要求；企业年金计划向计划参加者就其财务情况进行年度披露的要求；对企业年金财务政策进行稽查的制度和检查方式；对从企业年金计划提款时进行征税的税控装置的规定；对整个企业年金税收政策监管的信息化的要求；对各种违章行为进行惩罚的规定和制度。

其中，对主管企业年金财税政策监管的政府部门和它们的职权范围、管理范围，及对企业年金计划财税检查制度的建立尤其重要。这是因为，吸取了中国几十年来税务系统发生的违法、违纪的教训，税务系统的腐败现象主要集中在税收执法权和行政管理权上。作为执法部门，基层一线税务人员的税收执法权力较大，再加上社会上犯罪分子千方百计拉拢腐蚀，如果不对税收执法权从机制上强化制约，就极易出问题。而出问题的关键是因为在执法方面存在随意性。从中国 1994 税制改革以来，税务机关的临时减免税权没有了，但还可以审批缓税；涉税案件可能查，也可能不查，可能查深，也可能查浅；查出了问题可能罚，也可能不罚，可能罚多，也可能罚少；确定一般纳税人的资格虽有规定，但也可能放宽。这一方面的教训证明，解决执法中的随意性问题，只靠苦口婆心的教育不行，只靠责任追究也不能完全解决问题。从国际先进的税收管理经验以及中国税收管理的实践看，税务系统反腐倡廉要从源头上根本解决问题，必须从立法的基础上和机制上分解、上收、制约有关企业年金财税监管政策的执法权。此外，这一方面的法律、法规必须明确企业年金计划财税政策监管部门和被监管的计划之间的法律关系，建立企业年金计划上门申报、登记、申请免税及纳税人和扣缴义务人在从企业年金计划中提款时上门申报缴税的制度。

这一方面的法律、法规还应该就企业年金计划财税政策监管的信息化和管理机制进行明确规定。在这些规定中，应该收缩基层管理机构的管理权，规定企业年金计划财税政策监管的信息化、专业化，并将管理执法权从有关部门的基层第一线上收和分解，以从法律的机制上减少对企业年金财税政策监管执行权的随意性。比如，有关法规中可明确规定，在基层第一线实行对企业年金计划优税合格操作和运行检查的税务人员个人，无权决定计划运行中的问题是否会最终造成使计划失去优税合格的资格。基层税务人员必须将情况如实地反映到其所在的地方税务局，而税务局的有关部门才有权集体作出这一决定。

2. 监管部门和机构的设置。由于对企业年金发展和普及的鼓励手段是通过给予税收优惠的待遇来实施的，负责企业年金财税政策监管的主管部门应该由税务局来承担。另外，由于所享受的税收优惠待遇基本上是在企业所得税、个人所得税、增值税、营业税等中央级税务方面所享受的优惠待遇，目前存在的税务管理的两个系统，即中央税务系统和地方税务系统之中，企业年金的财税政策监管应由中央税务系统来统一负责。在特殊情况下，也可由中央税务系统委托地方税务系统进行承办。在这一点上，分工一定要从开始就明确，以避免税务管理系统中存在某些职能分配不明确、不统一的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同整个税收管理的体系相似，对企业年金财税政策的监管也存在着管理、稽查、征收和处罚四个环节。但是，在这四个环节当中，除了对参加计划的职工个人从计划中提款时进行税务征收的环节同其他税务征收的环节相似之外，对企业年金税收优惠政策在其建立、运行和终止的整套过程中的管理、稽查和处罚的职能和内容都同税务管理系统中的这些功能不尽相同。根据这一情况，笔者建议，在国家税务总局中专门设立一个“企业年金财税管理司”，而不将对企业年金财税政策监管的四个环节的不同职能分散于国家税务总局目前已设有的各个司局当中。这样的机构设置也更适于对企业年金财税政策的行之有效的专业化监管。这是因为，对企业年金财税的监管是集中在对年金计划是否符合国家税务政策中对其给于税收优惠待遇的要求的执行这一中心环节，而不是着眼于对税源的监管和控制。此外，对于企业年金财税政策的监管，其内容专业化很强、技术性高，而且难度大，其必须符合的要求也与其他一般税收征管的要求不同。因此，专门设立主管企业年金财税政策监管的部门，也有利于集中精力加强对企业年金财税政策监管的专业化和力度。在这一方面，美国税务局中所专门设置的“雇员退休金计划司”就是一个成功的例子。参考美国税务局雇员退休金计划司的机构设置，中国的企业年金财税管理司可根据对企业年金财税政策监管的各个环节和职能下设四个处：政策法规处、运行管理处、稽查处和财务管理处。在企业年金的财务管理方面，因为企业年金计划的账户和财务管理同其税收优惠各项要求的管理密切相关，所以笔者认为，企业年金计划财务管理的责任和职能应由国家税务局主管企业年金税务政策管理的部门来负责，而不像美国那样，将这一职能设置在劳工部的管辖之下。

这其中，政策法规处应主要负责组织起草有关企业年金税收优惠法律、法规的草案和实施细责；研究提出这一方面优税改革的建议；拟定企业年金优税合格要求的规章实施，并负责对这一方面所指定政策的调查研究。此外，该处还应与国家税务总局下设的政策法规司相协调，保证企业年金税收优惠政策的制定同整个国家的税务政策的制定相符合。

运行管理处则负责企业年金计划建立、运行到终止这一整个过程中财税政策的监督和管理。其职能包括：接受和审批企业年金计划建立的税务登记和申请，并对计划的建立进行建档和备案；审阅企业年金计划对其优税合格的资格作出决定的申请并对其作出确定；监督、收阅和审查企业年金计划所需填报的各种表格，并将表格中所要求的内容输入中央电脑备案系统；同国家税务总局所得税管理司就资助企业年金计划的企业和参加计划的职工个人在向计划中缴费时所享受的减税或延税的待遇进行协调和合作；同国家税务总局征收管理司就从企业年金计划中提款时进行征税的管理工作进行协调和合作；负责企业年金税收优惠政策的公众教育和宣传工作。

稽查局的主要责任是：负责对企业年金计划对国家税收政策中有关企业年金税收优惠各项要求执行和遵守的情况进行检查、监督和控制；指导各个省市国家税务局分支机构中所设的企业年金管理部门对企业年金计划进行稽查工作的监督和实施；办理企业年金违章运行的案件和立案的调查及有关事项提出审理意见；指导、协调和统一国家税务系统中对企业年金计划的稽查工作。从一定意义上来讲，这一部门是对企业年金财税政策实施监管的核心部门。由于对企业年金计划财税政策的监管的着重点是集中在对企业年金计划遵守和执行国家税收政策中对企业年金税收优惠待遇所提出的各项要求，稽查处对企业年金计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划在其运行的全过程中是否依法办事所起到的监督和管理作用，将是整个企业年金计划财税政策监管体制的中心环节。

财务管理处的主要责任是：为企业年金计划账户的财务管理制定规章和制度，并对其财务和账户管理实施监督和检查；同运行管理处和稽查处密切合作确保企业年金计划建立透明、公开的财务制度；对计划将其财务情况向计划参加者进行年度披露的执行情况进行监督和检查。

以上对企业年金财税制度监管的建议旨在加强对企业年金计划财税政策的统一监管，并在这一基础上建立管理、稽查和征收的分工制约的机制和制度。

除以上的中央级的管理体制以外，还应在国家税务局的各省、市、自治区和其他地方一级所建立的国家税务局地方分支机构中建立与中央级企业年金财税管理制度相对应的地方分支机构，这些地方分支机构的主要责任和职能是按照中央级部门所制定的方针和政策对企业年金计划财税政策的监管进行具体的实施。

3. 建立专业化的监管人员队伍。建立健全企业年金财税政策的监管体制，除了要有严明的规章制度、有效的管理机构之外，关键还在于人，在于建立一支掌握现代科技手段、高素质的监管队伍。在这一队伍的建设方面，笔者认为，应该从两方面入手。一方面是从主观上加强和提高有关监管人员的政治和业务素质；另一方面，从客观上，建立任人唯贤的竞争机制，加强对人事管理权的监督制约，从而减少和杜绝任人唯亲的腐败的人事制度。

首先，对有关监管人员的政治觉悟的教育和素质的培养至关重要。行之有效的企业年金监管系统一半靠技术，一半靠人。技术再好，人的素质跟不上也很难搞好。因此，税务系统内部必须对企业年金财税政策监管队伍的专业人员加强法制教育、思想品质教育和职业道德教育，增强监管干部防腐拒变的能力，树立廉洁自律的正气，铸牢思想道德的防线，以严密的制度、过硬的思想和先进的技术来防范监管人员的涉税犯罪。在这一方面，目前在全国的税务管理系统中所开展的“依法治税，从严治队”的加强队伍建设的运动，也应适用于企业年金财税政策监管队伍的政治建设。要对有关监管人员经常进行遵纪守法、忠于职守、清正廉洁、遵守职业道德等方面的训练、教育和培养。要使有关监管人员从理念上认识到对企业年金计划财税政策的监管与整个国家经济建设的发展和社会进步的关系；正确理解国家通过给予企业年金计划优税待遇而进一步鼓励和发展企业年金计划作为中国社会养老保险重要支柱之一的最终目的，以及通过税收优惠政策鼓励企业年金的发展和保证国家税收收人之间的有机平衡的关系。

此外，对有关监管人员的业务素质、水平的不断提高和加强，也是建立专业化企业年金监管队伍的关键一环。在这一方面，我们可以参照美国税务局对其有关企业年金专业管理人员进行业务培养的一些经验和做法。比如，企业年金计划财税政策的监管人员应该将其职业作为一生职业来接受培养。在职业开始时起码应具备大学文凭，最好是学经济学、金融学或法律的本科专业。在最初应聘后，应进行为期 3 到 6 个月的集中学习和训练，主要是集中学习国家税收法和有关税收征管法方面的对企业年金计划优税合格的各项要求和管理的规章制度；在政策法规司工作的参加制定有关规章制度的人员最好由这一方面的职业律师来担任。此外，应该通过举办定期的集训班、研讨会和学术交流会等不同形式的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务培训活动来不断提高有关监管人员的业务素质和水平。

美国税务局中主管企业年金计划的部门，还时常定期向其分布在美国各州和地区的分支机构发放有关专业知识和疑难问题的指南和解答（Field Directive）以及对企业年金计划进行检查的实施细则（Examination Guidelines）。通过这些业务指南和实际检查细则，各分支机构的监管人员可以不断学习和掌握解决企业年金税收监管政策的疑难技术问题，同时也使对问题的解决方法达到全系统的统一。

作为税务管理系统信息化、现代化建设的一部分，有关企业年金财税政策管理系统也应建立全国范围内的电脑互联网，将税务总局和税务总局下设的各地方分局直接联系起来，而且可以利用这种互联网鼓励基层监管人员将第一线监管的实际问题和难处通过互联网的系统反映到企业年金财税管理司中负责技术指南和细则的政策法规司。政策法规司在收到这些疑难问题之后对它们进行统一的解答并将答案通过互联网的系统通知到各地的分支机构。

另一种提高监管人员专业和业务水平的分支机构训练方法是通过定期的地区或全国性的电话会议（Telephone Conference）对企业年金计划财税政策实际管理的一些案例进行分析和讨论，并将成功的解决经验传播到全国各分支机构。这种定期的专业技术电话会议可以分地区进行，也可以在全国范围内开展半年度或年度的技术性会议。在这些会议上，还可以就企业年金财税政策实际监管中所遇到的难题和解决办法进行交流和讨论，并要求所有企业年金财税政策监管的专业人员以电话的形式参加这种会议。

另一个可以从美国借鉴的培训做法是，在大学中开设有关企业年金税收和其他方面的课程。现在美国绝大多数的法学院和一些经济管理学院都设有专门的企业年金税收、投资管理等方面的课程。在大学中开设企业年金财税管理、税务政策和其他方面的专业课程，一方面有助于培养这方面的本科生，使其一毕业就可以被录用到企业年金财税政策的监管系统中，另一方面也可以对在职监管人员进行专业培训，从而提高监管人员的业务素质和水平。

中国应建立健全企业年金财税政策监管以竞争、激励为基础的任人唯贤的机制，建立有力的监督和制约，从而减少因人事行政管理权的滥用所导致的腐败现象的发生。其具体实施措施可参照美国在这方面的一些做法和经验，包括要求各级企业年金监管机关建立健全内部制约和监督管理制度的规定，以此为防范和打击监管人员涉税犯罪提供强有力的制度保障。同时，在基层监管人员的权利法律分配的问题上做到大幅度压缩基层执法主体的数量，实行集中监管，分解企业年金监管和因违章操作剥夺其优税合格资格的执法权，推行监管的专业化管理，以减少暗箱操作。从中国税务系统发生的违法违纪的案件来看，税务系统的腐败现象除来自于税收执法权之外，还来自于行政管理权。行政管理权主要掌握在各级领导干部手中，突出的是人事权和财务权。要建立健全竞争激励机制就必须实施对行政人事管理权的监督和制约。在这一方面，国家税务总局在人事制度改革中的一些有益尝试也可以适用于企业年金监管体制中人事制度的建立。

美国税务系统中对企业年金监管人员的选拔和任用也有很成功的经验。除美国税务总局等高级官员是由总统直接任命以外，其他下级的监管人员完全都是由职业、专业人员或律师来承担。他们的任用和提拔完全是根据其工作中的表现和业务水平来决定。根据这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的经验，如果中国的企业年金计划监管系统中的各级领导，特别是“一把手”，在人事问题上不搞个人说了算，而是实行干部的公开选拔、竞争上岗，按程序办事，集体讨论决定，不给个人滥用权力留余地，那么，任职见习、晋升公示、干部交流、岗位轮换、近亲回避等健康的监管人事制度就能为企业年金监管队伍的建设打下坚实的基础。

建设企业年金专业监管队伍的另一个重要措施是明确部门职责，全面推行岗位责任制和过错追究制，做到岗位权责分明。对由于失职、渎职、管理混乱、有章不循、有法不依或涉嫌其他涉税违法犯罪活动的监管人员，要依法严肃查处，追究其刑事责任并坚决清除出监管队伍，以此教育和纯洁监管队伍。

企业年金财税政策监管的一些具体措施与办法

（一）设立企业年金计划年度披露和报告的制度及信息网络

根据美国对其企业年金财税政策进行监管的成功经验和做法，美国税务局及劳工部对企业年金财税政策的监管在很大程度上依靠的是健全的信息网络和企业年金计划年度披露报告制度。中国也应加强税收征收管理信息系统的现代化建设，建立健全税务机关与政府其他管理机关的信息共享制度。这一制度不仅应包括对企业年金计划进行定期披露和报告的要求，还应该包括对资助计划的企业雇主、参加计划的职工个人及为企业年金计划提供服务的金融机构要定期向国家有关监管部门进行报告的要求，以此建立各种税源、税收关口交叉纵横的信息报告网络。这些报告的信息及内容应通过在全国税收管理系统之内所建立的网络，使各级不同的企业年金监管机构分享。

1. 企业年金计划定期报告及披露的要求和制度。参照美国在这一方面的做法，结合中国目前税收管理制度中税务登记的要求，在一个企业雇主建立企业年金计划后，应在30天内向有关税务机关的企业年金财税管理部门申报办理计划的税务登记。这一税务登记的主要内容应包括对企业年金计划的建立进行注册登记、发行纳税号及其他计划作为纳税人所应履行的税务登记手续。也就是说，要将企业年金计划作为一个纳税人在其建立时进行相应的税务登记。

关于企业年金计划申请其纳税号的程序可通过由税务局印发的全国统一使用的纳税号申请表来进行。该表应要求企业年金计划申请人就其准确的计划名称、资助单位、地址、计划的种类及是否是第一次申请纳税号等进行明确的规定。代表计划进行申请的计划管理人（Plan Administrator）必须要在申请表上签名并注明申请日期。同时，还要对有关税务机关在收到企业年金计划税务登记和纳税号申请之后多少天之内必须完成注册登记、发行纳税号作出明确的规定。

企业年金计划只有在获得其纳税号之后才能开始运行。而且，在计划的一切有关报告的活动中，必须使用这一纳税号，如使用这一纳税号在银行或其他账户管理金融机构为企业年金计划开设账户，使用这一纳税号进行所要求的定期报告等。在有关监管机构为某一新建立的计划发行纳税号之后，该管理机关应将其计划注册登记的有关内容及纳税号输入进其信息系统，并为该计划建档备案。所使用的电脑系统应是在全国政府企业年金监管系统内统一和共享的信息系统，以使企业年金计划所在的地方管理部门可以随时通过这一信息系统对该计划进行监督和实地审查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业年金计划在获得其纳税号之后必须在履行其所有的披露和报告的手续中使用这一纳税号。因此，对企业年金计划建立时进行注册登记并发行纳税号的目的是为对计划的监管建立统一的识别标志（Identification），以便有关监管部门对计划进行统一和有效的监督和检查。

在计划开始运行之后，可要求该计划每年必须向企业年金计划监管部门呈交类似美国的5500表的年度报表。这一年度报表中要包括同财税政策监管有关的所有计划及资产方面的详细内容。计划管理人在填报该表时必须使用计划的纳税号；必须就计划的准确名称、种类、建立日期、资助计划的企业名称和地址、计划管理人的姓名及地址、计划参加者的人数、在本年度中所缴纳的缴费额的总数等方面的信息进行准确报告。此外，通过附件的形式，该报表还应要求计划就为其提供账户管理、投资或其他各方面服务的有关金融机构的情况进行报告。所报告的内容可包括：计划在其年度内向服务机构所支付的服务费用、服务机构的准确名称和地址、同资助计划雇主有无任何关系、服务机构的纳税号及服务机构开始为计划提供服务或终止为计划提供服务的准确日期。要求进行这一方面报告的目的是使有关监管机构能及时了解某企业年金计划的服务机构是否在一个年度中进行了更换，并通过掌握这一方面的更改信息，追踪为计划所提供账户管理和开关账户的银行及金融机构的更新情况。这样，有关监管机构通过及时为企业年金计划提供服务机构信息而准确掌握企业年金计划缴费和提款的税源，并对其进行有效的控制。

对企业年金计划就其财务方面的信息进行年度报告的要求也可以通过填报年度报表的附件来实施。有关监管机关还应就企业年金计划呈报年度报表的表格、呈报的时间、方式、地点等作出明确、细致的规定，并要求该年度报表必须以电子文档方式进行呈报。这样就有助于建立全国统一的企业年金年度报表信息化系统。

此外，为了加强对企业年金计划进行年度报告要求所执行的力度，有关管理机关还应制定和建立违反这一报告要求所应受到的严厉的惩罚制度。而这一方面的惩罚对象主要是负责计划管理的计划管理人。惩罚的内容应包括罚款和追究计划管理人个人的刑事责任等。

在企业年金计划运行过程中所实施的财税监管的另一措施是，计划在进行合并、分解或就计划的资产或负债进行转账和转移时，必须要向有关监管部门进行报告。这一要求也可以通过计划呈报有关的报表来实施。要求企业年金计划就计划的合并或分解向有关监管部门进行报告的目的是使监管部门能够及时掌握计划的变更以便对合并后或分解后的企业年金计划继续进行有效的监控。

企业年金计划合并或分解的有关报表的内容可包括：合并或分解前计划的纳税号、资助计划的企业单位名称及纳税号、计划的种类、参加合并或分解的计划的数量、资助企业的名称及纳税号、合并或分解的日期等。此外，该报表还可要求参加合并或分解的计划准确填报在合并前各参加计划的资产及负债额，或一个计划在分解前的资产和负债额，以及在分解后各分解出的计划所获得的资产和负债额。这一报告要求还应就呈报的时间（一般可要求在合并或分解后30～60天内）、地点和形式进行明确规定，要求计划管理人必须在报表上签名盖章，以保证其准确性。

当一个企业年金计划终止运行时，应在终止前的一段时间内（如终止前的60～90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天）通知企业年金计划的监管部门，并由监管部门对将要终止的计划的优税合格资格作出最后一次确定。这一要求的目的是：使监管部门及时和准确掌握并记录计划终止的情况，注销终止计划的注册和纳税号；使监管部门就由计划的终止而将开始的计划缴费额的分配和提款所产生的纳税活动开始进行监督和控制；通过这一呈报的程序，有关监管部门可就计划在终止时对优税合格的各项法律规定的执行情况进行最后一次书面审查。如发现问题还可进行实地检查，以确定计划是否在终止前严格地履行和遵守了有关要求，从而为计划的优税资格和计划参加者的经济利益提供了进一步的保障。

企业年金计划在终止前必须呈交的报表内容可包括：预定的终止日期、终止的原因、计划的名称、纳税号、种类、资助计划的企业的名称和纳税号、计划终止后是否准备将计划的资产向计划参加者进行分配、计划参加者是否由于计划的终止而将获得百分之百的既得受益权、计划信托人的名称和纳税号、账户管理人的名称及纳税号、计划终止前最后一次缴费的时间和缴费额、计划在终止前其覆盖率的详细数据和情况、计划终止后资产分配的形式（是一次付清还是以年金的形式支付）、计划终止前的总资产额和负债额及净资产额等。此外，还应要求计划的独立会计师就其终止前的资产额和负债额及净资产额进行独立的审计和核实，并必须将核算和审计的结果以正式审计书的形式附加在企业年金计划终止呈报的报表上。

有关监管部门在收到企业年金计划将终止的通知和报表之后，应对报表提供的内容进行严格的审查，如没发现任何问题，可向计划颁发终止的批准书和就计划终止时的优税合格资格进行确定的确定书。如在审查呈报的文件中发现了疑问，应及时派检查员对计划进行实地检查，在解决问题之后才发给计划的批准书和优税合格计划确定书。企业年金计划只有在收到批准书和优税合格资格确定书之后，才能够开始进行已终止的各项活动，包括将计划资产向计划参加者进行分配。

2. 对资助企业年金计划的企业的有关报告要求。同要求企业年金计划定期报告和披露的制度相呼应的是建立要求资助计划的企业雇主进行相应的披露和报告的制度。对资助计划的企业雇主的定期披露和报告的要求应与对计划进行定期的披露和报告的要求相配合，从而使有关监管部门能够通过对计划报告和企业报告中的内容的比较和审查、核对，来加强对企业年金财税政策的监管和控制。笔者认为，对企业雇主这一方面的要求应从三方面进行：第一方面是，要将每一计划的参加者每年向计划缴纳的缴费额（包括公司及个人向计划的缴费额）向有关监管部门进行报告，使监管部门通过报告确定职工个人在其当期应税收入中因向企业年金计划缴费所应享有的延税额。第二方面是，要求企业在其年度企业报税表中就本年度公司向计划中所缴纳的缴费额进行准确报告，从而使有关监管机关能准确确定该企业在该年度的企业所得税中由于向计划缴费所应享有的减税额。企业雇主在第一和第二方面的报告中的数据应该和企业年金计划在其年度报表中所呈报的年度缴费额的数据相等。第三方面是，要求资助计划的企业在计划参加者从计划中提款时，向有关监管部门以报表形式报告其提款的款额、性质和时间，以使有关监管部门能准确掌握提款人应将提款额纳入其当期应税收入中的额数，从而加强对税源的控制。

此外，还应要求企业每年向参加企业年金计划的所有参加者就计划的财务情况进行详细的披露。这一披露的内容应同企业年金计划的年度报表中的有关内容和企业在其企业纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税表中所上报的内容相符合。这一做法的目的是增强企业年金计划财务制度的透明度和公开性，使企业年金计划参加者能够协助有关监管部门对企业年金计划的财务情况进行监督。

企业对职工个人在某年度中向计划缴费额的报告可通过类似美国的 W－2 表的形式和方法来进行。根据这一方面的有关做法，企业应在一个纳税年度结束之后的 30 天内向有关监管部门和职工个人同时上交一份工资及税务表。这一表格中应标明：职工个人的纳税号、姓名和地址；企业的纳税号、名称和地址；职工在纳税年度内从公司获得的工资总数，已代缴代扣的税额、向企业年金计划中缴纳的缴费额（包括公司和个人的税前缴费额）等信息和数据。

关于对企业年金计划参加者从计划中提款时付款人必须向有关监管部门进行报告的要求可参照美国企业年金缴费额分配或提款报告表，即 1099－R 表的内容和呈交方式来进行。这一报表应由付款的机构或公司在付款年度结束之后 30 天之内，同时向有关监管部门和提款的参加者个人同时发出。该报表中应包括提款的金额；提款人的姓名；地址和纳税号；提款额中需赋税的金额及不需赋税的免税金额；提款所出自的企业年金计划的名称、地址和纳税号、提款原因；付款机关的名称及纳税号等信息和数据。提款的计划参加者个人在收到该报表之后应将表中所标明的需包括进其当期应税收入中的金额，在填报纳税表时包括在当期应税收入之中，并就此交税。

另一方面，有关监管部门在收到这一报表之后应根据计划参加者个人的纳税号就其提款应赋税的金额记录备案，并当该参加者报税时对其在报税表中是否已包括应赋税的企业年金计划提款额进行核对和检查。

此外，如果资助企业年金计划的企业对计划进行账务管理并直接负责从计划中向计划参加者支付缴费额或进行提款的支付，那么该企业就是扣缴义务人。也就是说，在向计划参加者支付计划缴费额时，企业应具有扣缴义务人的责任，依照有关法律和规定代扣代收付款中的税款，并依照有关法律和规定定期在规定的申报期限内，如实报送代扣代缴、代收代缴税款报告表和所代扣代收的税款。在这一方面，有关企业年金税务管理法可规定，在从企业年金计划进行提款时，根据付款的方式（一次付清还是分期付款），直接代扣税款的要求和税率。

3. 对为企业年金计划提供服务的金融机构的报告和披露的要求。在计划建立时，可根据目前中国的有关规定，要求在计划到银行或其他金融机构开立其资产账户和其他存款账户时必须使用其获得的纳税号，同时要求银行或其他服务机构将计划所开设的账号和所使用的纳税号向税务机关或监管部门报告和备案。银行或其他提供账户管理的金融机构也应在企业年金计划作为纳税人的账户中登录其纳税证件号码，并在税务登记证件中登录该计划的账户、账号。这样，有关监管部门在依法查询企业年金计划开立账户的情况时，可获得银行和其他提供账户管理服务的金融机构的协助。

此外，我国也可要求为计划提供各项服务的服务机构在计划建立或更换服务机构的若干天之内，必须向有关税务机关或监管部门呈报接纳企业年金计划服务的有关情况，如服务机构的名称及纳税号、正式接纳服务业务的日期、所提供服务的计划的名称和纳税号等。这一要求和相关服务机构的信息报告的要求应互相配合，可以协助有关监管部门及时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准确地掌握为计划提供金融服务的机构的有关情况，以便对企业年金计划有关财税情况实施监管和控制。

当企业年金计划向计划参加者支付缴费额或参加者从计划中要求提款时，为计划提供账户管理或信托服务的银行或其他金融机构一般是负责办理付款手续的机构。在这种情况下，有关服务机构也必须将履行扣缴义务人代扣、代收税款的义务，也必须按照有关法律规定按期申报和如实报送代扣代缴、代收代缴税款的报告表及税款。此外，作为办理付款的机构，也应该负责向有关监管部门和提款的计划参加者发送付款的报告表。

以上的建议要求企业年金计划、计划资助者和计划服务机构三方面互相配合、互相呼应，严控披露和报告制度，严控有关优税和赋税的两个关键环节——缴费和提款，从而有效地控制和监视企业年金优税的要求和赋税的税源。另一方面，以上谈到的所有定期或年度的报告程序都可以通过建立可靠和有效的电子文档利用信息网络来实现。同时，通过要求企业年金计划、计划资助者和计划服务机构统一使用有关监管部门所批准的专业报告软件，可进一步促进和加强信息报告网络的统一性和共享性。

（二）建立对企业年金计划的财税情况进行稽查的制度

建立对企业年金优税合格资格的确定制度。为了进一步加强对企业年金计划遵守和执行有关税收优惠政策中的各项要求的监管，笔者建议，负责监管企业年金财税政策的部门应建立对企业年金计划的计划书是否符合优税政策的制度。在这一制度下，任何新建立的企业年金计划必须在建立之后的一段时间内（如 60 到 90 天内）将计划的计划书（Plan Document）呈交给有关企业年金计划的监管部门，就其计划书的详细规定和条文是否完全符合有关优税政策中的各项要求提出申请。这一呈报程序应在一个企业年金计划备案和领取其纳税号之后进行。在呈报的一切手续中，该计划应一律使用刚获得的纳税号。为了统一呈交、申请程序，有关监管部门应颁布统一的企业年金计划优税合格资格确定申请表。任何申请就其优税合格资格进行确定的企业年金计划都必须使用该表格。

这一表格的内容可包括：资助计划的企业名称和纳税号、计划的名称和纳税号、计划生效的日期、计划的种类、计划中规定参加计划的合格条件（Eligibility Requirements）、计划中规定的既得受益权要求（Vesting Requirements）、计划为计划参加者所提供的年度缴费额的计算公式（Contribution Formula）等。每一个企业年金计划的计划管理人必须在申请表上签名，保证其内容的准确性和属实性。此外，应将计划的其他所有法律文件，如计划的信托合同（Trust Agreement）、账户管理服务合同（Record - keeping Service Agreement）等一同呈交给有关部门。

有关部门在收到这一申请及有关计划的全部法律文件之后，应由谙熟企业年金计划优税合格法律要求的专家对申请表及文件的所有条文和规定进行严格的审阅和检查，特别要审查有关计划参加的条件（Eligibility Requirements）、既得受益权（Vesting）和公司缴费额计算公式（Contribution Formula）方面的规定，看其是否符合有关要求。如在审理过程中发现问题，应及时与为计划代办申请的律师或计划管理人联系，并商讨解决对计划的修改方案。若在审理中未发现问题，或发现问题但已经修改完毕，相关部门应向计划发送“计划文件优税合格确定书（Plan Document Tax Qualification Favorable Determination Letter）”。这一确定书的法律效应是对文件的优税资格作出法律上的确定，使计划在其运作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中可完全按照计划书的各项规定实施。

（三）设立对企业年金计划实际操作进行稽查的制度

对计划文件的优税资格的审定应由对计划实际操作的稽查相配合，否则符合要求的计划文件也只是一纸空文。由于有关监管部门人手有限、计划数量又很多，对计划的实地检查可根据计划的年度报表中所反馈的信息来对计划进行有选择的抽查。

实地检查的内容可包括：对优税资格法律要求中的各项规定进行稽核；对计划的账目进行审核；对计划在实际操作中具体实施其参加条件、既得受益权、缴费及分配款项（Distributions）的做法等。此外，有关监管部门还应为其稽查人员制定统一的稽查标准手册，对稽查的方法、技术难点和解决问题的允许范围作出具体的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纵横全球
——政府对养老金监管体制的国际比较

根据中国社会保障制度改革的趋势和国家基本养老保险改革的方向，企业年金将同由国家提供的基本养老保险和个人储蓄养老保险成为中国社会保障体系中的三个支柱。根据企业年金制度已成为社会养老保险的主要支柱之一的一些发达国家，特别是美国的有关经验，对企业年金计划建立、运行、管理和终止等全过程进行严格和有效的监管是使企业年金能够成为一个国家社会养老保险体系的重要组成部分的必不可少的环节。本文试图通过对美国各有关政府部门对企业年金进行监管的体制、模式和结构进行分析和讨论，为中国政府如何对中国企业年金实施监管提供借鉴和参考。

各国对企业养老金监管的比较

（一）政府对企业养老金监管的原则和因素

纵观世界各国政府对私有企业养老金进行监管的形式，可以将企业养老金的政府监管功能分为三个主要部分：第一，对企业养老金计划或基金的建立给予批准。第二，对建立后的企业养老金计划或基金进行监管和审查。第三，对企业养老金计划的经营或管理中出现的问题进行更正或通过惩罚的方式进行矫正。

全世界各国政府就企业养老金计划监管的模式大致可分为两种。第一种模式叫做积极或预防型的管理模式（Proactive or Preventive Regulation Model）。这种管理模式主要包括对企业养老金计划的监管采取先发制人的方式，从企业养老金计划的建立到企业养老金计划的运行、投资管理及其他各个方面都进行严格的规定和严密的监管。其监管方式是由政府直接介入和参加企业养老金计划或基金从建立、运行到终止的整个过程中的每一个环节。另一种模式被称为反应或更正型管理模式（Reactive or Remedial Regulation Model）。在这种管理模式下，政府机构对私有企业养老金计划的监管基本上是采取后发制人或被动方式的。也就是说，这种模式是等企业养老金计划的运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营或管理中出现了问题之后再对所出现的问题进行管理和更正，而不是预先采取政府的监管行动来避免和最大限度地减少问题。由于政府机构只有在问题出现或被上报时才采取介入或更正的行动，这一模式的政府监管一般都在很大程度上依赖于直接参加企业养老金计划管理的第三者金融机构，并将这些金融机构实施直接监管的其他有关政府部门的管理作为政府监管的“第一道防线”。

总体来讲，对私有企业养老金计划监管的框架和政策应该是建立在以下四个原则基础上的：

1. 保证企业养老金计划资产的安全性。
2. 提高企业养老金计划运营的有效性。
3. 增强企业养老金计划管理的透明性。
4. 确保参加企业养老金计划的所有参加员工的公平合理性。

从这些管理原则的角度来讲，对一个私有企业养老金基金的监管几乎与对其他任何一种金融机构所采取的监管方式和原则是一样的：它们都同时强调既要保证这一金融机构的安全性，又要保证消费者或顾客的利益。此外，对企业养老金计划的税收优惠待遇以及对其监管的有效性也是十分重要的因素。

以上所谈到的两种不同的政府监管方式取决于以下因素：企业养老金计划的制度作为社会保障体制中的第二支柱是强迫性的还是自愿性的；企业养老金计划本身的性质是缴费确定型还是收益确定型；企业养老金计划融资的来源是以雇主资助为主还是以非雇主资助为主基金。此外，这两种不同性质的管理模式还取决于所存在的企业养老金基金计划的数量、该国家金融市场的发展规模和法律体系的健全程度。这其中尤为重要的一个因素是，对企业养老金计划的运营和管理是否由已被其他政府机构高效率监管的金融机构直接参与，比如银行、保险公司、共同基金公司和证券公司等，以及对企业养老金计划是否已建有独立审计的制度。

如果一个国家的私有企业养老金体制是建立在强迫性质的基础之上的，那么一般这个国家的政府就很可能会对这种强制性的企业养老金计划采取先发制人或预防式的监管，而且对企业养老金计划各个方面的监管都会更加严格。这种方式的监管内容一般包括：对企业养老金计划提供福利的既得利益的不可剥夺性、获得养老金福利权利的可能性、企业养老金计划资产与其他当事人资产的严格区分、由独立的托管人进行托管、对养老金资产进行独立的投资管理和评估、对企业养老金的财税状况进行独立的审计和将养老金计划各方面管理和财务方面的信息向政府和员工进行报告、披露等提出严格的规定和要求。此外，如果企业养老金的资产融资不是由企业雇主资助的，而是由国家政府缴费支持的话，那么一般来讲，这种私有企业养老金的数量就会很少，而且对这种由政府资助的企业养老金的管理模式也更偏向于积极型或预防型。

对缴费确定型计划（Defined Contribution Plan）的管理也是由该种计划的性质所决定的。缴费确定型计划一般在缴费与企业养老金所提供的退休福利之间有着较为直接的联系。因此，虽然这类计划在退休福利归属权的设计和退休福利可携带性方面具有很大的优势，但同时它也把投资和对退休前收入的取代率的风险转移到了参加计划的员工身上。

对于收益确定型计划（Defined Benefit Plan）来讲，主持计划的企业一般承担着投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和对退休前收入的取代率的风险，计划参加员工未来的退休福利完全取决于计划财政的健康性、金融上的保险性和管理上的合理性。鉴于这种情况，政府对收益确定型计划的监管更趋于严厉，从而也就进一步减少了收益确定型计划对企业的吸引力。

（二）世界各地区政府对私有养老金体制监管模式的分类

从全世界各个地区和国家政府对企业养老金计划的监管形势来看，其监管的指导原则和哲学一般可以分为以下三种：一种是“盎格鲁撒克逊—美国”式的，一种是欧洲大陆式的，另一种是拉丁美洲式的。这三个地区的政府对企业养老金计划所采取的监管的指导原则和哲学上的不同，反映了这些地区和国家的历史传统、经济基础和社会背景。虽然这些不同的国家和地区政府对企业养老金计划监管所持的态度和所遵循的哲学有根本的不同，从目前发展的情况来看，全世界各国对企业养老金计划监管方式的认识却在逐步向同一个方向发展。

第一组国家包括美国、加拿大、英国、爱尔兰、澳大利亚、新西兰和南非。这些国家从文化背景到历史的发展情况都与美国有相似的地方或紧密联接，因此，它们所采纳的管理方式同美国政府对企业养老金计划的监管方式有很多相似之处。比如，这些国家对企业养老金计划的监管都强调企业养老金计划受托管理人（Trustee）和其他管理人的受托人（Fiduciary）的职责，并主要依赖于“谨慎人（Prudent Person）”的职责和行为标准对企业养老金计划各当事人的行为进行衡量和约束。在这些国家中，私有企业养老金计划绝大部分是由企业直接资助的，而且大部分是收益确定型计划。这些国家一般都要求其企业养老金计划中必须要有最基本的退休福利归属权（Vesting Schedule）和退休福利携带权的要求。此外，这些国家普遍存在着由收益确定型计划转向缴费确定型计划的发展趋势。形成这一趋势的主要原因是这些国家的税收法对缴费确定型计划给予更大的税收优惠和对收益确定型计划施加更多的法律要求。

与美国不同的是，这些国家并不为收益确定型计划提供政府担保，而且也不要求收益确定型计划必须要有最低限度的融资标准以及必须要有严格的投资政策。此外，同美国相比，这些国家允许收益确定型计划更多地投资于证券和其他外国证券的投资产品当中，但这些国家在企业养老金的运行透明度方面却同美国一样，都要求其企业养老金计划必须将计划的全部信息，包括金融管理和运营的信息，定期披露给参加计划的员工。但是，对企业养老金计划资产投资表现的透明度的要求还有待进一步改进和完善。

1992 年，澳大利亚采纳了强制性的企业养老金计划体制，开始要求所有的企业雇主必须为其雇员进行企业养老金缴费。近年来，这些计划的覆盖率和透明度有很大的改进，而且由非雇主主办的养老金账户也越来越起到更重要的作用。1988 年，英国也开始允许企业的雇员选择不参加由企业雇主所资助的养老金计划而向自己建立的个人养老金账户进行缴费。这种情况的变化也促使这些国家对私有企业养老金计划监管的态度有所转变。

第二组国家主要是欧洲大陆国家，主要以中欧国家为代表。这些中欧国家在私有企业养老金计划的发展方面落后于第一组国家，但瑞士、荷兰和丹麦例外。瑞士自 1985 年起强制要求其所有的企业雇主必须资助私有的企业养老金计划。这一强制性的企业养老金计划主要是缴费确定型的。这些计划的覆盖率近年来有很大的扩展。而在荷兰和丹麦，企业员工的工会同公司所达成的工会协议也都要求这两个国家的企业养老金的覆盖率有很高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数。中欧国家企业养老金计划的一些共同特点主要是：它们都对企业养老金计划的投资在数量上加以限制。也就是说，对于企业养老金计划投资产品的数量不能过多，而且必须以稳健和保守为主要的投资风格。这些国家的企业养老金计划将其绝大部分的资产投资于国内政府或公司债券，而只将非常小的一部分投资于国内和国外的股票。因此，这些国家企业养老金计划的投资收益率远远不如"盎格鲁撒克逊—美国"等国家的企业养老金的投资收益率。

另一方面，这些国家的企业养老金计划的管理却有很高的透明度，但比较而言，它们的透明度和向参加企业养老金计划员工进行信息披露的法律要求还不如"盎格鲁撒克逊—美国"等国家的法律要求严格。

此外，北欧的一些国家也开始采用强制性的企业养老金体制，并要求其企业养老金计划的投资必须使用指数基金作为主要的投资工具。比如，瑞典正在建立一个新型的强制性的私有企业养老金体制作为其社会保障体制的第二支柱。瑞典政府在征集缴费批准企业养老金基金的建立和选择企业养老金基金的投资管理人等方面起积极和重要的作用。意大利目前也在积极推行私有企业养老金体制。一些东欧国家，如匈牙利、捷克、波兰、克罗地亚和拉脱维亚也已经建立了强制性或自愿性的私有企业养老金基金。这些国家对其企业养老金基金的管理一般都以其他更发达的欧洲国家或者是拉美国家的管理方式为模式。

拉美国家，也就是第三组国家，政府对私有企业养老金体制的管理，最有代表性的是智利。作为第二支柱的企业养老金计划的体制是1981年建立的。建立之后，其管理方式受到了拉美其他国家的赞赏，于是许多其他拉美国家开始照搬。这一模式同以美国为代表的"盎格鲁撒克逊"国家的管理模式形成了鲜明的对照。这些国家对企业养老金体制的管理是先发制人或预防性的，唯一有区别的是巴西——巴西政府对企业养老金体制的管理类似于美国的管理体制和模式。

以智利为代表的拉美国家政府对企业养老金基金积极或预防性的先发制人的管理模式适合这一地区所建立的强制性的私有企业养老金体制。这一地区的国家并不存在长期建立私有企业养老金体制的传统，其金融市场也不够发达，而且绝大多数参加企业养老金计划的雇员没有什么金融投资经验，因此，为了使这种强制性的企业养老金第二支柱的体制能够得以健康发展，智利决定对私有企业年金基金采取以先发制人为主的积极或预防性的由政府直接参与和介入的监管方式。

拉美国家的企业养老金模式主要是以非企业雇主所资助的企业养老金基金为主的。也就是说，这些国家企业养老金计划的数量是十分有限的。比如：在玻利维亚，到目前来讲只有两个企业养老金基金被政府批准建立；在智利、阿根廷和墨西哥已被政府批准的企业养老金基金数量正逐渐减少，这主要是因为已批准的企业养老金基金由于经济上的原因正在进行合并和并购。这些国家的企业养老金计划一般都是缴费确定型的计划，而且政府要求参加计划的员工必须按政府规定，定期从自己的收入中向企业养老金基金缴费。

拉美国家所采纳的积极或预防性的政府对企业养老金的监管模式主要包括如下的要求和措施：每一家企业必须建立一个企业养老金基金；每一个基金必须为每一个雇员设立一个账户；对企业养老金基金资产的投资产品有严格的限制，不能投资于过于激进和风险大的证券或其他投资产品；对企业养老金基金资产投资规定有最低的投资收益要求，这一要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求由国家所出资的风险保证金提供保障；严格要求将企业养老金的资产与企业的资产和管理人的资产相分开，并必须由独立于企业的托管人进行托管；对企业养老金基金的资产必须要进行准确无误的估值，而且要定期接受独立于企业的金融公司的审计；还要求企业养老金基金本身和管理基金的各金融机构对政府和计划参加员工提供大量的披露信息和收据，特别是对基金的财务要有很高的透明度。另外，政府直接参与和介入企业养老金基金的建立、审批、运营到终止的整个过程，对每一个环节都有明晰的规定和指引。

另外需要提到的是，在拉美国家政府对企业养老金基金的管理模式下，企业养老金基金的各项管理服务可以在提供服务的公司或机构之间进行互相转换。此外，员工在转换工作时可以将其已经积累的企业养老金账户中的资产携带到新的公司或雇主所资助的企业养老金基金中。政府还对企业养老金基金的管理费用有严格的要求和规定。但是，拉美国家这种高强度的政府监管模式最近受到广泛的批评，主要是由于这种监管制度使为企业养老金基金提供管理服务的公司不得不消耗很大的经营成本。而且，由于对企业养老金基金投资的控制十分严格，企业养老金基金的资产可以进行投资的选择十分有限，产品不多，投资收益也受到很大的限制。但是，拉美国家这种政府对企业养老基金的高强度的监管模式却被实践证明是适合拉美国家社会历史文化和金融市场发展的。还有，这些国家所实施的所谓“高强管制（Draconian Regulations）”的种种措施也正随着这些国家经济金融市场和养老金市场的进一步成熟而逐渐放松。

综上所述，世界上三个具有代表性的企业养老金计划发展与监管的地区在政府对企业养老金监管的方面有如下的发展趋势：第一，越来越多的国家开始将自愿式的企业养老金体制逐渐转换为强制性的体制。第二，企业养老金计划本身也逐渐在从收益确定型计划转为缴费确定型计划。第三，对为企业养老金提供管理服务的金融机构的监管也正在从对投资和账户管理方面的强制式硬性的法律规定而逐渐转为依赖于“谨慎人”的标准和行为职责的法律概念以及受托管理人职责的要求。第四，将企业养老金资产管理的权力逐渐从企业或投资管理人的手中下放到参加计划的雇员手中。第五，通过要求将企业养老金计划的资产与企业和管理人的资产严格区分并由独立于企业的托管人进行托管以及独立于企业的职业资产管理人进行投资管理，来进一步扩大对计划参加员工权益的保护。第六，越来越多的国家开始提出对企业养老金计划的资产进行独立的评估、独立的财会方面的审计以及越来越严格的信息披露和操作透明度的要求。

美国政府对企业养老金计划进行监管的概况

（一）美国政府管理企业养老金的宏观原则

同以上三个地区国家政府对企业养老金基金监管的模式相比，美国政府对企业养老金计划的监管基本上属于“盎格鲁撒克逊——美国”的模式，但又有所不同。最突出的特点是美国政府对其企业养老金计划的管理方式和模式主要是以“反应”和“纠正”为基础，主要集中于对问题出现以后的更正和惩罚，在很大程度上是让市场竞争的力量来对企业养老金的运行进行自然推动和制约。这一监管模式是根据美国特有的社会历史发展环境、金融市场及法律体制的发展程度而相应产生的。

首先，美国的企业养老金体制是建立在信托模式的基础之上的。这一制度基本上是自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿的和以雇佣劳动关系为基础确定的。美国企业养老金制度中的一个很大特点是企业养老金计划的数量十分庞大，而且绝大部分的企业养老金计划是由独立于企业的金融机构管理的。对于企业养老金计划资产的管理一般是通过建立计划的企业同独立于企业的一个金融公司和机构以合同形式来确定为企业养老金计划的资产提供投资服务的关系。

其次，与拉美国家和部分中欧国家所采取的高强度政府监管制度不同的是，美国政府对企业养老金计划最初的建立并不需要提供资格认定或批准。在美国的企业养老金体制中，任何企业都可以自愿、随时地建立或终止企业养老金计划，唯一例外的是美国的税务局对某一个企业养老金计划是否能获得税收优惠的待遇而进行一种严格的审查和批准。但是，即便是这种审查和批准，也是在计划自愿向税务局提出审查和批准的申请之后，税务总局才作出相应反应的，而不是由政府或有关法律、法规强迫或硬性规定的。

再次，美国政府对企业养老金计划在计划建立之后运行过程中的监管也不同于拉美和部分中欧国家的强制性和预防性的管理模式。美国政府一般只要求企业养老金计划本身每年向劳工部和税务局递交一份报表，即所谓的 5500 表。美国的劳工部和税务局对上交的表格并不全部逐一进行严格审查，只是进行抽查后备案，在抽查中发现问题才进一步采取政府监管行动。

最后，美国政府的监管部门不定期向所有企业养老金计划进行现场稽查和审计，一般只是在出现问题之后才到出事的企业或企业养老金计划管理机构进行调查式的处理。这种现场调查式的处理方式包括：对出现的问题进行十分深入的分析、研究，根据违规行为的性质和轻重以及对计划参加员工影响面的大小等因素决定惩罚的程度，同违规当事人进行适当的谈判等。

这种所谓反应式的监管方法，从一定程度上来讲，也是由一个拥有庞大的企业养老金计划数量的体制而决定的。据不完全统计，美国目前存在 40 到 50 万个各种类型的企业养老金计划。对如此多的企业养老金计划实行逐一的、直接参与式的政府监管措施是不可能的。政府所能起到的作用只能是通过切实可行的法律、法规和执法行为，通过对企业养老金行业的监督，依靠市场竞争力和适者生存的自然进化规律等来诱导和管理企业养老金市场的发展。如上所述，在美国的私有养老金体制中，由企业雇主资助或由个人建立的退休金养老金计划完全是建立在自愿的基础之上的。很多由企业资助的企业养老金计划是根据美国企业工会同公司进行谈判的结果而建立的。表 1 表现了至 2001 年年底为止各类不同私有企业养老金计划的资产分布。

表 1　　美国私有企业养老金计划全部资产分布列表

私有收益确定型养老金计划	18000 亿美元
私有缴费确定型退休金计划（包括 401K 和政府公务员的缴费确定型计划）	23000 亿美元
州政府及地方政府公务员计划	2200 亿美元
联邦政府公务员收益确定型养老金计划	8000 亿美元
个人退休金账户总资产额	27000 亿美元
总资产	98000 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国主管企业养老金计划的政府部门对企业养老金计划的监管在很大程度上还依赖计划本身的受托管理人、账户管理人、投资管理人和托管人等受托人，以及其他一些直接参加为企业养老金计划提供各种服务的机构或计划参加员工，对计划本身的运行进行严密的监视，发现问题之后向政府机构进行报告。为此，美国的劳工部和税务局都专门设有电话热线，供计划参加员工和其他当事人直接向美国劳工部或税务局举报企业养老金计划中出现的违规操作和其他违反有关法律的行为和问题。

综上所述，美国政府对企业养老金管理的模式是同其对整个私有经济体制实施监管的态度和指导原则相一致的，那就是，以经济市场发展的自然规律为基础（Laissez Fair），以“反应”和“纠正”式的监管方式为主导，待问题出现或暴露之后才采取相应的执法和纠正手段。因此，美国政府对企业养老金计划的监管模式不像拉美国家和一部分中欧国家那样，从计划建立的一开始，到计划运行、终结都直接介入企业养老金计划的每一个运作过程。而且，由于美国政府对为企业养老金计划提供各项服务的金融机构已建立了较为完善的监管体制，其对企业养老金计划的监管在一定程度上还依赖于政府其他有关部门对这些机构的一线监管和依靠这些机构自觉对美国有关受托职责的法律的执行。

（二）美国政府对企业养老金监管的部门分工

在美国当今的社会养老金体制中，由企业雇主资助的企业年金计划和其他以雇佣关系为中心的雇员福利退休金计划占有举足轻重的地位。据美国退休基金管理业最近所作的一项统计，截至2000年年底，美国企业年金的投资基金及由政府部门为政府雇员所资助的年金计划的投资基金总资产已达到8.3万亿美元。同正在改革中的中国社会养老金体制的组成相似，美国的社会养老金体制也是由以下的三个支柱组成：第一，国家提供的社会养老保险（Social Security）。第二，企业雇主资助的企业年金计划。第三，个人储蓄和投资所提供的养老金收入。平均来讲，在美国人的退休收入中，由企业年金所提供的退休收入大约占40%，剩余的60%则分别来自国家提供的社会养老保险和个人储蓄及投资的退休收入。

美国企业养老金在美国的社会养老保险体制中以及在美国整个的经济体制中占据着重要地位，势必获得美国政府机构的严格监管和控制，哪怕监管的宏观模式是“反应”和“纠正”型的。美国政府机构对美国企业年金的监管和控制的法律基础来源于管制美国企业年金的两部重要的联邦法规，即《税收法》（The Internal Revenue Code）和《雇员退休收入保障法》（Employee Retirement Income Security Act of 1974）（以下简称《保障法》）。《税收法》和《保障法》都属于联邦法，因此，美国的企业年金计划基本上不受州级政府的管辖。

《保障法》中第一、第二和第四部分分别对美国有关的《劳工法》和《税收法》进行了修改，对负责监管和执行这两项法律的有关政府机构各自的作用进行了明确的分工和调整。《保障法》还为美国收益确定型企业养老金计划专门添加了一个由政府进行担保的项目和负责监管这一项目的政府机构。美国联邦政府中负责直接监管企业年金计划的部门共有三个：美国税务局（The Internal Revenue Service）、美国劳工部（The Department of Labor）和退休金津贴保证公司（The Pension Benefit Guarantee Corporation），其中退休金津贴保证公司的作用基本上是为濒临破产或已破产的雇主所资助的收益确定型退休金计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Defined Benefit Plan) 所提供的退休福利作出保证。

根据《保障法》的有关规定，美国财政部 (the United States Treasury Department) 和其下属的税务总局负责对有关企业养老金计划的税收优惠法律、法规的监督和执行。其中，美国财政部负责对企业养老金计划税收优惠政策的制定，美国税务总局则具体负责有关企业养老金计划对有关财税法规执行情况的监管。

美国政府中负责对《保障法》进行监督执行的部门是美国劳工部，而具体负责的部门是劳工部下设的雇员福利保障局 (the Employee Benefits Security Administration)。此外，由劳工部下辖的美国退休金津贴保证公司负责对已终止运行的收益确定型企业养老金计划进行监管和提供担保，主要是为那些在终止时没有能力付清其所保证的企业养老金收益的计划提供保险。

美国劳工部在监管美国企业年金计划方面的主要责任是确保计划对《保障法》中各种要求的执行。比如，根据《保障法》的有关规定，美国大部分企业年金计划每年都要向劳工部上交包括企业年金计划各方面财务详情的年度报表，并必须对企业年金的财务状况进行审计。

此外，美国的《证券法》(The Securities Act of 1933)、《证券交易法》(The Securities Exchange Act of 1934)、《投资公司法》(The Investment Company Act of 1940)、《投资顾问法》(The Investment Advisors Act of 1940) 等也通过对美国企业年金基金的投资对象如证券、共同基金、年金、提供企业年金各种服务的金融服务机构进行法律制约而对美国企业年金有间接的管制作用。美国负责监督执行以上法规的部门，即美国证券交易委员会 (Securities Exchange Commission) 对美国的企业年金有间接的监管作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



鼓励投资全球，基民教育是关键

自从推出基金系统的 QDII 产品以来，由于世界股市动荡不安，QDII 产品的业绩普遍令人失望。购买了 QDII 基金的“基民”，大都怨声载道，许多人只等解套后逃离 QDII 投资全球的市场，没有投资于 QDII 的基民则谈虎色变，对 QDII 投资全球敬而远之。在这种情况下，如何引导基民摆正通过 QDII 产品投资全球的心态成为进一步鼓励和普及 QDII 产品的关键问题。

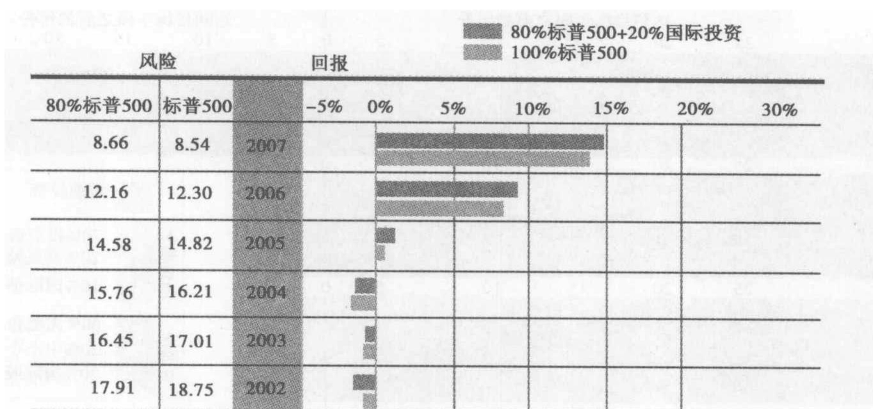
美国的基金业开始大规模推动全球投资大概有十几年的时间。在这十几年中，美国基金业对基民们进行的全球投资教育可以总结出以下三个特点：第一，教育的材料浅显易懂。第二，不只泛泛说理，而是以实际数据进行范例解释。第三，为基民们提供实用的资产配置建议。

美国基金业对基民们进行全球投资教育一般集中在五个方面：第一，通过实际数据解释投资国际市场与只投资于国内市场相比的优势和必要性。第二，投资海外市场的独特风险。第三，向基民们提供现实可用的全球资产投资配置建议。第四，解释如何进行全球范围内的股票投资。第五，解释如何在全球范围内进行债券投资。

在向基民们解释投资全球的优越性方面，美国基金业一般强调以下三点：第一，投资全球能够进一步提高投资回报的潜在可能性。第二，能够提供更广泛的分散风险的机会。第三，进一步减少投资回报的波动性。比如，使用图 1 进行完全投资于美国国内股市和在投资组合中包括一部分全球投资所获得的回报及风险性的历史性对比。

对一个虚构的包括 80% 美国股票和 20% 国际股票的投资组合的回报同完全投资于美国国内市场的投资组合（以标普 500 指数为代表）的投资回报在滚动的 5 年持有期间进行了比较。比如，在截至 2007 年的 5 年时期内，在全球投资组合赢得了 14.66% 的回报率，而只投资于美国国内的投资组合则只获得了 12.83% 的投资回报率。出现在时间线左侧的数据显示了两种不同组合的标准差，标准差用来衡量投资回报中的风险波动性或波动程度。标准差越高，波动程度就越大。比如，标普 500 指数的组合在截至 2007 年年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：MSCIEAFE 指数和标准普尔 500 指数。

图 1 1992～2007 年投资收益对比

底的 5 年持有期内的标准差是 8.54。这就意味着在这 5 年时间里，该组合的投资回报曾超过 5 年平均回收率 12.83% 的 8.54，也低于该平均值的 8.54。这一标准差同全球组合的 8.66 的标准差相比要稍微低一些。在这里使用一个 80% 投资于美国、20% 投资于海外的投资组合是因为它代表了一般美国投资者投资于海外的资产配置的典型比率。

在向基民们强调投资全球的优越性的同时，美国的基金业也注意指出投资海外的独特风险性。强调的重点是，虽然投资全球能够分散风险从而在长时间内减少整个组合的投资风险，但是投资于美国股市和全球股市有本质性的区别，会直接影响投资全球的短期波动性和风险性。这主要表现在：第一，外国政治和经济体制的不稳定能够对投资于外国，特别是新兴市场国家产生负面的影响。第二，不断波动的外汇兑换率能够提高或减少以美元为基准的投资的价值，即便是所投资的产品价格保持不变。第三，在新兴市场国家中，想获得准确透明的关于某家公司的财务数据可能很困难。美国基金业分散投资并不能保证投资的回报，也不能保证在市场下跌时资产的保值。

在对投资者进行投资全球的优势和独特风险教育的同时，美国基金业还注意为基民们提供切实可用的投资全球资产配置的具体方案和实用的引导。主要的做法是促使基民们将投资于海外的组合作为自己投资于美国国内组合的一个延伸。投资海外的组合同投资于美国国内基金市场的组合一样，应该包括股票型、债券型和两种混合的全球基金组合，并应根据自己的财务目标不断随着时间的推移而进行调整。同样，一个基民对全球组合的投资也应该反映出他所预定的投资年限和投资目标。图 2 示范了美国基金业为基民们根据其不同的投资目标进行适当全球投资的资产配置的一个建议实例。该图试图通过帮助基民根据其投资目标来较为容易地制定自己投资于海外的适当投资混合。表格左边的方格显示了一个投资者的投资目标，确定了这一投资目标之后，相应地确定投资年限。在投资年限和目标确定之后，该表格就显示出了适当的投资组合的配置。

图 2 在为退休而进行投资的年限和目标中，数字 0 表现了一个投资者的年龄是 65 岁，以这一数据为准来确定一个投资者的年龄（0 左面的 10 表明一个投资者的年龄为 55 岁，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

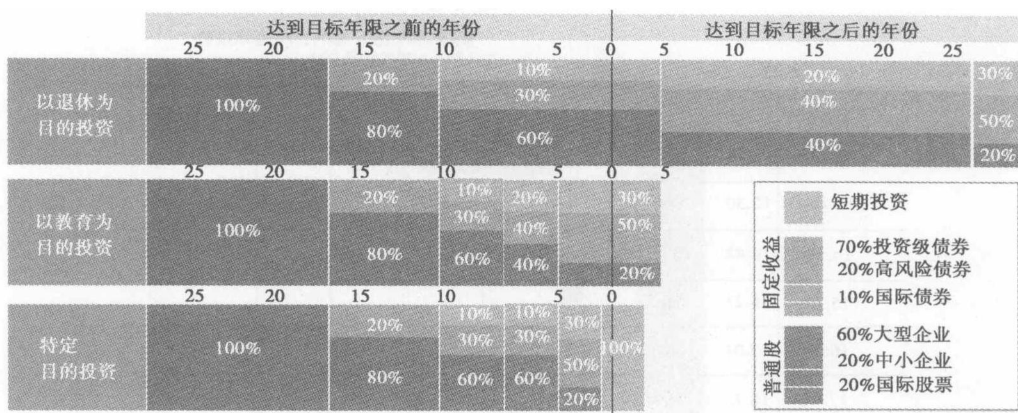


图 2 对不同投资者海外资产配置的建议（以 65 岁为基准）

0 右面的 10 则表明投资者的年龄为 75 岁）。

（一）以实例和数据显示投资全球的优越性

美国基金业对基民们在投资全球优越性方面的教育和宣传不仅限于讲空泛的大道理或艰深难懂的理论，而是通过实际的例子和数据进行有说服力的教育和引导。比如：第二次世界大战以后的多年来，美国的经济在全世界一直占统治地位。最近，国际经济秩序和力量的平衡却有所转变。日本经济的复苏，中国和印度作为全球经济强国的崛起，东欧和拉美市场经济改革的成功以及欧洲工业化国家经济的稳步发展进一步促进了全球经济的增长，创造了在全球范围内进行投资的机会。下面的数据说明了投资海外所能够提供的更广阔的投资机会。在当今世界中，世界上股票投资机会的 58% 以市值来计算，是在美国的股票市场以外。在美国以外的海外投资市场中，投资者会发现：10 个全球最大的汽车生产公司的 9 个是在美国以外的国家；10 家最大的金属和矿业公司中的 9 个是在美国以外；10 家多业务、多渠道的通讯公司中的 8 家是在美国以外的地区和国家；全球最大的 10 家电子设备和产品中的 7 家生产商是在美国以外的市场。因此，如果投资者将自己全部的投资组合仅局限在美国市场，将会完全错过投资于增长迅速和最具发明潜力的一些企业。

投资于全球的股票市场还能够使一位投资者有机会投资于世界范围内表现最出色的一些股票之中。尽管美国的股市长期以来有着很卓越的投资收益，但是在某一个特定的年限中，美国的股市很少会在全球范围内独领风骚。即便是在 20 世纪 90 年代末期的牛市中，美国的股市也被世界其他一些国家的股市表现所超出。因此，投资于海外的股市可以为一个投资者提供得益于海外牛市的良机。图 3 显示了在一个滚动的持续期限内，美国以外的股市和美国股市相互表现和超出的数据。

在图 3 中，我们可以看到美国国内外股市长时期的走向和一些表现模式（这些曲线的高矮度显示了外国股市超过或低于美国股市的百分比）。

（二）为投资者提供全球资产配置的实用建议和引导

为了帮助基民制定一个长期的投资策略，美国基金业注意引导基民们根据其接受组合的每天价值波动的程度来制定策略。这一策略必须使投资者能够感到适应其长期的投资目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

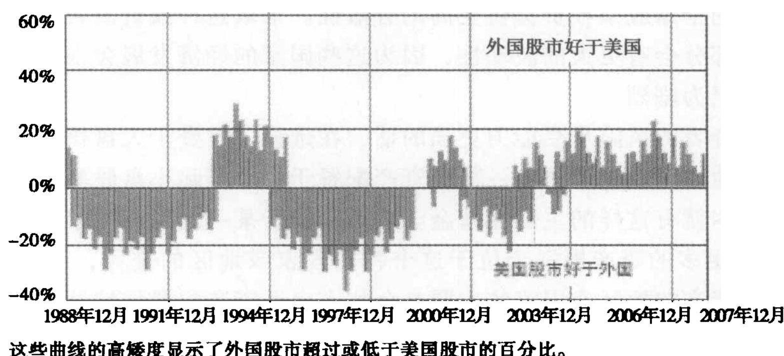


图 3 1988 年 12 月～2007 年 12 月海外股市和美国股市表现

资料来源：普信公司。

标，并且不会过早放弃。制定这一投资策略应从确定其全球股票投资的配置开始。美国基金业在这一方面注意向投资者强调制定该策略取决于其投资目标、投资时限和对风险波动性的容忍程度。

在帮助基民确定了其整个投资组合中对全球股票进行资产配置的比例之后，美国基金业会帮助投资者根据其风险承受程度和投资的时间表进一步确定适当的具体投资混合组合。这样做的一个范例是为基民根据风险/回报的比率提供三个具体的全球股票投资组合。在这三个具体的投资混合组合一般是：第一，核心组合。第二，核心组合加新兴市场股票基金。第三，核心组合加新兴市场加地区/专业主题性股票基金的混合组合。就核心组合而言，基民在选择时，应该考虑主要投资于成熟股市中大型公司的有充分分散投资的外国股票或全球股票基金。一般来说，美国基金业将全球投资基金分为两大类：一类是国际或外国股票基金，它只投资于美国以外的外国公司。第二类即全球股票基金，既投资于外国公司也投资于美国境内的跨国公司，一般来讲比只投资于外国公司的股票基金的波动性要小。因此，必须向基民们指出，如果选定投资于全球股票基金，其对外国公司股票进行投资的资产配置就很可能少于已经制定的外国投资资产配置的比例，因为全球股票基金中的一部分也会投资于美国国内的市场。选择一个核心国际股票基金可以成为投资者配置于国际股票投资的主要组成部分。这样做的好处是，主要投资于有很好业绩历史的、成熟的、较为稳健的外国公司，为长期资本增长的潜力提供一个风险度较为中和的投资风格。这样做的风险则表现在投资于美国以外的市场要比投资于美国国内市场更具风险性，主要风险是汇率波动的风险，政治、地理的风险和潜在的新兴市场各种不稳定因素的风险。

如果一个投资者所制定的资产配置组合中投资于全球股票市场的部分更大，他就应该考虑在投资于核心国际组合的同时也将一部分资产配置于一个专门投资于新兴市场的组合，作为相辅的配置，以进一步扩大其投资的分散程度。专投于新兴市场的股票基金一般会投资于拉丁美洲、非洲、东欧和亚洲的新兴市场。这些地区正在经历前所未有的经济和政治改革，因此会为投资者长期的资本升值提供很好的空间。采取这种投资组合的益处是：投资于新兴市场股票基金的部分会由于这些地区国家快速的经济发展而具有更高的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报潜力。一般来讲，新兴市场国家的股票市场同发达国家的股票市场有很低的关联性，这样就会为投资者的全球股票投资提供更高的分散性。采取这种投资混合策略的风险则是投资于新兴市场的部分会有更大的波动性，因为这些国家的经济发展会很不规律，股票市场的波动和下跌会更为剧烈。

如果一个投资者的风险承受能力更强的话，在选择了投资于大盘核心组和新兴市场的混合组合之后，他还可以选择再将一部分资产配置于一个国际小盘股基金或专投于某一个特定地区，如日本就有这样的主题性基金。这类专投于某一地区或国家的股票基金一般来讲都会将 80% 或更多的资产投资于位于这个特定国家或地区的公司，目的也是长期的资本升值。将这类特有的地区或国家的主题基金加入自己资产配置的好处是会进一步增加投资组合的潜在回报率。这种投资方式的风险也显而易见：投资分散度会减少，而风险性和波动性则会相应提高。此外，虽然小盘股会进一步提供分散性，但投资于小盘股的内在风险性也会更大。一个投资者如果对某一地区或板块更为看好的话，应该采取这种投资策略。

（三）投资于国际债券的益处

在全球投资的主题下，美国基金业还会帮助投资者进一步确定在全球范围内进行债券类投资的教育和引导。

在当今的全球资本市场中，美国以外的债券市场占全球固定收益投资机会的 75% 以上，而 20 年前只占 38%。外国债券市场增长的主要原因很简单，即新兴市场和非政府机构（如企业）在过去的 20 年中随着其经济的不断发展越来越多地开始发行债券。由于各国之间利率的波动不同，投资于国际债券是平衡美国债券市场中下跌风险的一个有效方法。图 4 表现了 1988 年和 2007 年两个年份之间世界债券市场中美国债券市场及外国债券市场的不同比例。

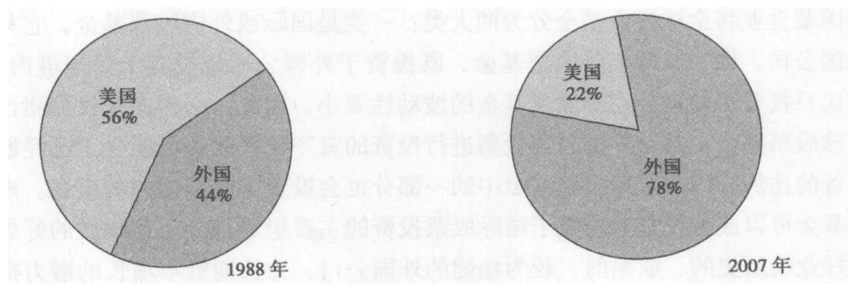


图 4 美国债券及外国债券的发展比例

资料来源：JP 摩根。

投资于外国债券可以进一步提高投资回报率。虽然总体来说，美国的债券市场一直为投资者提供较为具有吸引力的投资机会，但在过去的 15 年中，美国债券市场的投资回报率只有两次占全球之首。因此，将外国债券包括在一个投资者的固定收益投资组合之中将进一步鼓励他在全球范围内投资于投资回报率和业绩表现更出色的地区的债券市场。此外，投资于外国债券还会帮助一个投资者进行更为多元化的投资，并使其抵消美元出现的长期贬值可能性。图 5 显示了美国国内债券和外国债券的历史表现模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

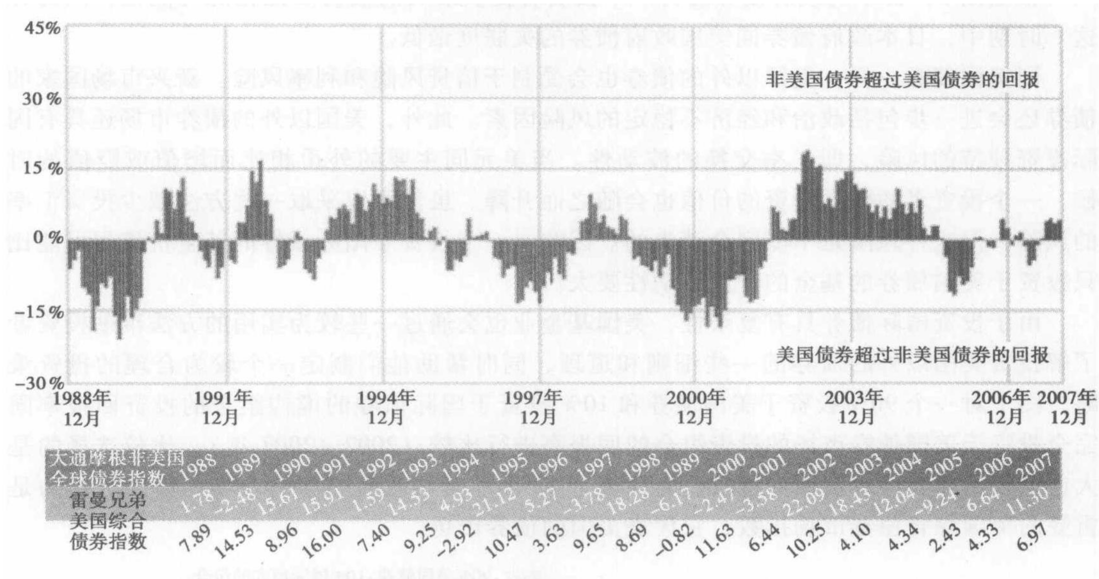


图 5 美国国内和外国债券的历史表现模式（1988 年 12 月～2007 年 12 月）

同股票市场的走势一样，外国债券市场一般在长期的投资时限内，不会同美国的债券市场同步而行。这就进一步证明了将一部分资产配置于海外债券投资以进一步减少整个投资组合风险的合理性。图 6 显示了美国和主要外国债券市场从 1992～2007 年这 15 年间的关联性。

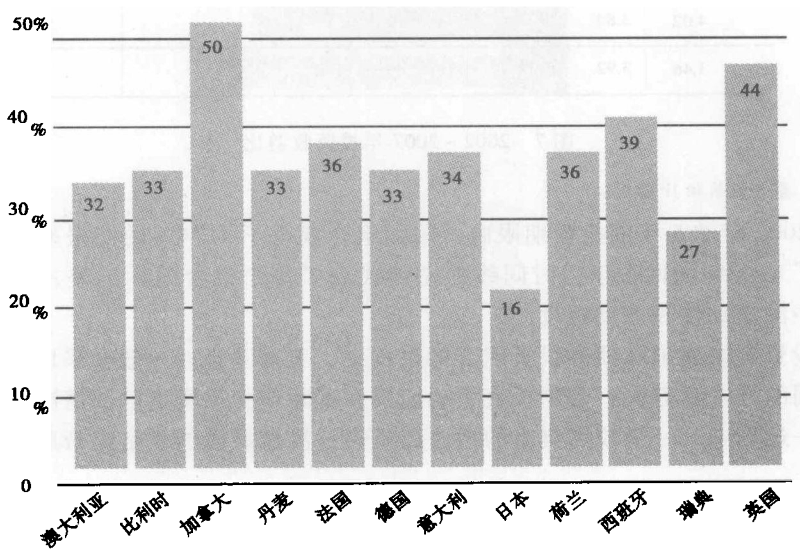


图 6 1992～2007 年美国和主要外国债券市场的关联度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据图 6，日本的政府债券会为一个投资者提供最大的投资多元化的可能性，因为在这一时期中，日本政府债券同美国政府债券的关联度最低。

同美国债券一样，美国以外的债券也会受制于信贷风险和利率风险。新兴市场国家的债券还会进一步包括政治和经济不稳定的风险因素。此外，美国以外的债券市场还具有国际投资独特的风险，即汇率交换的波动性。当美元同主要的外币相比而增值或贬值的时候，一个投资者的债券投资的价值也会随之而升降。虽然可以采取一些方法减少投资汇率的风险，但这种风险是不能完全消失的。因此，一个投资于国际债券的基金价值很可能比只投资于美国债券的基金的价值波动性要大。

由于投资国际债券具有复杂性，美国基金业也会通过一些较为实用的方法帮助投资者了解投资美国以外的债券的一些细则和道理，同时帮助他们制定一个较为合理的投资策略。图 7 对一个 90% 投资于美国债券和 10% 投资于国际债券的虚构组合的投资回报率同完全投资于美国债券市场的投资组合的回报率进行比较（2002～2007 年）。比较选择的是大通摩根的非美国政府债券指数，它代表了 12 个非美国政府债券的市场，另外选择的是雷曼的美国综合债券市场指数，它代表美国的债券市场。

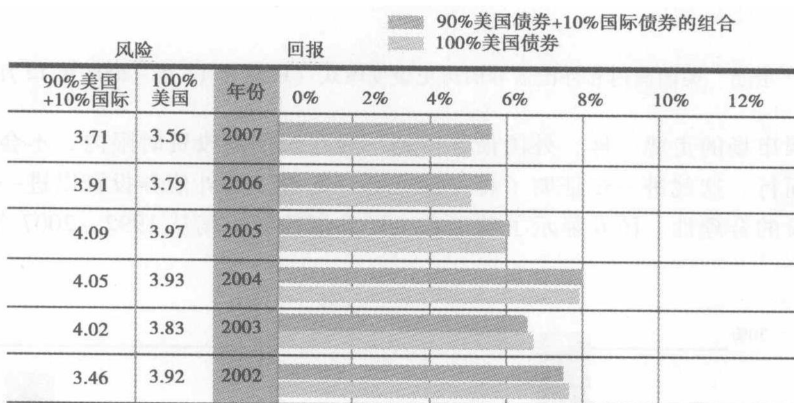


图 7 2002～2007 年投资收益比

资料来源：雷曼兄弟和 JP 摩根。

在止于 2007 年的 5 年的投资期限内，国际组合获得了 4.74% 的回报率，而美国债券组合则获得了 4.42% 的回报率。时间线的左侧代表了每个组合的标准差，该标准差衡量在投资回报中的波动性和波动程度。

在帮助投资者组建国际债券投资组合的过程中，美国基金业一般会采取同股票投资组合的构建相同的方式和方法：帮助投资者确定其在国际债券市场下跌的情况下对风险的承受力。在这一过程中，一个较为典型的做法还是通过浅显易懂的表格来帮助投资者确定其风险承受力。

在帮助投资者确定了自己的风险承受力和相应的投资于国际债券市场的资产配置比例之后，美国基金公司会进一步帮助投资者进行具体的投资选择。在这一过程中，一个范例是为投资者提供三个基本的投资策略。第一个策略是所谓核心债券投资组合，即投资于一个较为广泛的、多元化的外国债券基金。这一核心投资组合应该投资于一个成熟市场的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要投资级别债券的外国债券基金。投资级别债券一般是指那些能够如期按约支付以使银行能够投资其中的债券。购买高质量的政府和企业的债券基金能够为一个投资者长期的资本升值提供较为稳妥的投资风格，而其风险是投资于海外的债券往往比投资于美国国内的债券更具风险性，面临的主要是在货币、地理政治和新兴市场中特有的风险。

对能承受更大投资风险的投资者来说，他们还可以再将一部分资产投资于质量稍差的新兴市场政府债券。这第二个投资策略的主要益处是新兴市场国家的债券会为投资者提供更高的回报率，因为这些国家的政府在发展经济的同时大力扩大其基础设施建设，这些地区中的公司由于经济增长业务也迅速拓展。同时，投资于这类债券的风险也由于这些地区的政治、经济、社会的不稳定性和更可能发生的货币贬值而带有特殊的风险性。特别是债券的价格会由于这些国家所特有的违约和信用质量的下滑而更容易受到影响。因此，投资于新兴市场债券的投资者就更需要有耐心和更长远的投资期限。

第三个投资策略是只投资于新兴市场的债券基金，但这种投资策略相对来说更具投机性，只有那些追求更高风险和更高回报率的投资者才应该选择这种策略。选择这种策略的益处是新兴国家的债券往往比高质量的、成熟市场的债券所提供的投资回报率要高很多，风险也是非常明显的。

以上对美国基金业如何教育投资者进行全球范围内的股票和债券投资进行了阐述，旨在为国内的投资者和资产管理公司提供一些借鉴，以便为投资者通过类似行之有效的、实用的方法来进一步加强对全球证券市场投资的认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金融风暴后美国退休基金风险控制新趋势

2008 年的金融风暴迫使美国许多 DB 型的退休基金从 2008 年下半年至 2009 年上半年对其投资政策、资产配置和投资管理的运作等方面进行了仔细的复审，以对金融风暴对退休基金的损害作出适当的反应。审定后最明显的后果之一是对退休基金的风险控制进行重新调整。调整的内容主要包括在投资策略和资产配置上的重大改变。这些变化不仅对美国的资本市场，而且对全球的资本市场都会产生巨大的影响。

将风险控制的重点从投资风险转到注资比率波动风险的控制和管理

在金融危机爆发之前，美国大部分的 DB 型退休基金，在风险控制方面，都将其注意力集中于如何管理投资风险和投资回报上。这种基于退休基金资产风险的模式使企业采用了一个较为标准的指数来衡量其投资绩效，并实施一个较为中庸的资产配置策略。因此，美国大部分退休基金都采取较为普遍的 60/40 或 70/30 股票与固定收入的资产配置。但金融海啸之后，加上美国退休金法方面的修改，迫使退休基金将风险控制的重点转移为有效的管理注资比率波动的风险（Funding Ratio Volatility Risk）。

图 1 记录了 1994～2006 年这 12 年间受证券市场影响的，美国退休基金资产投资回报与负债增长的比较。我们看到，2000～2002 年的两年里，退休基金负债的增长率远远超过了其资产的回报率。而自 2007 年年末经济衰退到目前为止，这一现象更加严重。同一表格的下半部分则显示了由于资产/负债失衡的风险所造成的注资比率的巨大波动。

美国大型 DB 型退休金进行的风险控制和资产配置的调整措施概括起来包括以下几个步骤：（1）对基金的资产/负债（Asset/Liability）进行重新分析和评估；（2）选出一个较为合适的指数；（3）构筑一个实施基金；（4）可更换或挑选新的基金经理；（5）对这些基金经理进行严格的监控和审核。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

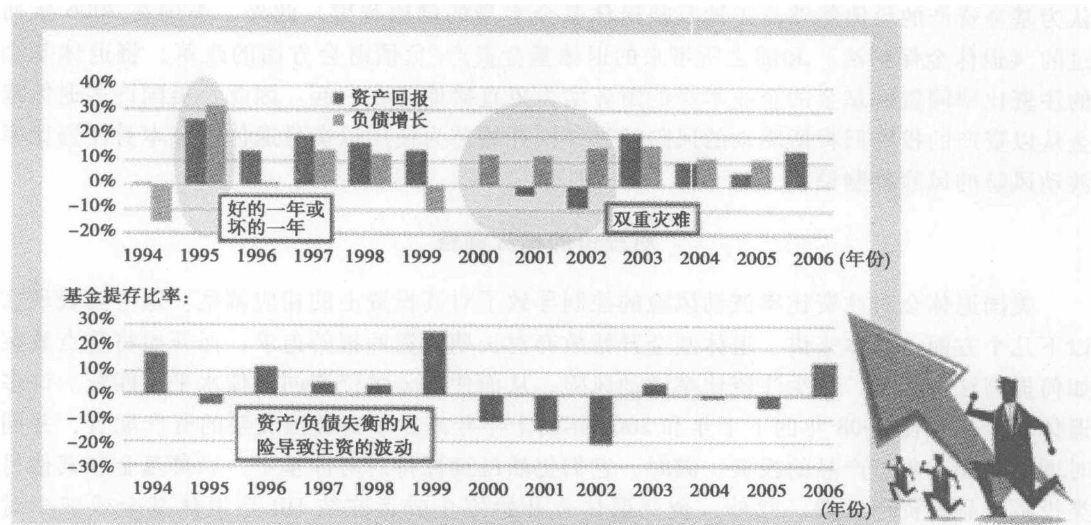


图 1　1994～2006 年美国退休基金资产投资回报与负债增长的比较

在对资产/负债方面进行重新分析和评估方面，退休基金对可能出现的许多不同的资产/负债的情况进行预计，主要考虑其注资比率，资助基金企业的财务实力和向基金持续注资的能力等。有一点很清楚，在新的资产/负债的分析中，我们应重点分析负债及负债中内在的风险因素。这一做法的主要原因是，金融风暴所导致的市场暴跌造成了许多退休基金注资比率的急剧下降，使许多在金融风暴前注资盈余的退休基金骤然变为负有巨大注资赤字的退休基金。因此，他们不得不将基金的负债水平与基金的资产水平保持匹配的关系作为所有投资决定和风险控制的中心环节。此外，美国退休基金所使用的传统的资产/负债分析模型，从基本上来讲是缺乏长期理念的。传统的模式只考虑终点的结果，而不考虑到达终点的过程和在这一过程中所发生的各种可能情况。因此，这种旧式的以一个单一的“注资—投资—回报”的程序来最大限度地预计投资回报和避险范围的模式，往往在市场发生不规律的巨变时失去效用。因此，金融海啸爆发之后，这种一成不变的分析退休基金资产/负债的模式已经被逐渐淘汰，退休基金开始采取一个全新的、更活跃的多种可变因素的模式。

在使用这一新的模式过程中，美国的退休基金不再过多依赖于纯数学式的风险模式，而是将重点放在现实的经济环境中各种因素的分析。美国退休基金在金融风暴之前过多地依赖于量化上的各种技术来对基金未来的资产/负债情况进行测试和分析，而没有适当采用良好的对正在发生的经济情况和形势进行及时分析并作出相应反应的灵活的策略和观念。也就是说，传统式的、完全依赖于资产类别投资回报的历史数据进行投资组合构建的做法已经过时。我们必须要考虑到现实的经济环境及退休基金资产/负债现状所产生的影响。这些结论是：在将基金资产投资于私募基金、不动产、创业资本、对冲基金和自然资源等不同的资产类别中时，过分地依赖于市场大幅度的波动，特别是暴跌可能性的、投资组合的量化分析的做法过于简单，使退休基金对 2008 年的金融风暴措手不及。

总之，美国的退休基金已将其风险控制体制中投资风险重新定义为注资比率风险，而不是以前纯粹的资产风险。这一区别非常重要，因为金融风暴之后，美国的退休基金不再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为基金资产的价值能够真正地反映退休基金本身的健康程度。此外，美国在 2006 年通过的《退休金保护法》和随之所带来的退休基金资产/负债财会方面的改革，将退休基金的注资比率同资助基金的企业本身的财务实力更直接地连在一起。因此，美国许多退休基金从以资产的投资回报所驱动的风险控制结构开始转为使用以衡量退休基金本身注资比率波动风险的风险控制模式。

对投资的相应调整

美国退休金对注资比率波动风险的控制导致了对其投资上的相应调整。这主要表现在以下几个方面。总体来讲，退休基金开始放弃对长期投资回报的追求，而开始将重点放在如何提高注资水平，减少注资比率波动风险，从而使基金的资产同负债水平相匹配。许多退休基金开始在 2008 年的下半年和 2009 年的上半年减少了对美国股票的资产配置，并同时增加对固定收益产品的投资。同时，它们仍然继续保持对对冲基金、私募基金和其他另类投资产品的资产配置。此外，企业退休金开始停止或者冻结 DB 型退休基金或减少对 DC 型基金的对等缴费。相比之下，公共部门的退休金并不受制约企业退休金的法律的限制。因此，它们有更大的余地能够承受短期的市场波动性及较低的资产流通性。所以，公共退休基金的资产没有出现显著的减持股票和增持固定收益产品的现象，相反，还增加了对另类投资产品的投资以追求更高的投资回报。此外，公共退休金开始投资于由金融危机所触发的一些投机性的投资产品，包括在固定收益、二级私募基金和其他资产类的由金融危机所促发并突然出现的非常独特的投资机会。

在具体实施投资策略时，美国退休金开始抛弃原来的只将基金资产投资于十分有限的资产类别和另类投资范围之内的资产配置，因为这种做法已被金融海啸引发的新资本市场证明是远远不够的，不能满足退休基金在新的资本市场中更有效进行风险管理的要求：特别是考虑到退休基金对资产剩余的风险、在投资方面的风险以及更多使用金融衍生品所带来的风险。因此，退休基金正在寻找一种新的投资模式，以便更集中地对构成投资风险的更为广泛的各种不同风险因素（Beta 值）、基于投资管理技术的策略（如 Beta 值增强型投资产品，对冲基金和 Alpha 策略）、流动性风险及衍生品覆盖策略（Derivative Overlay）等来进行风险管理和投机的投资手段。表 1 总结了传统的以资产风险为基础的风险控制模式与金融海啸后以资产/负债平衡来有效控制注资比率波动风险的风险控制新模式在有关的投资目标、风险测量、资产配置、低风险投资、监控和投资绩效衡量等各方面的不同。

表 1

	传统模式： ——从资产出发	注资比率的模式：注资比率（A/L） ——从负债出发
目标	投资回报	注资比率的平衡
风险评估	资产的波动性	注资比率的波动性（资产/负债）
资产配置	长期不变配置	在避险和创造回报之间进行积极有效分配
低风险投资	债券组合	长期债券（Long Duration Bond） + 衍生品
监控	季度投资报告	对注资比率持续监控
业绩评估	优于指数的投资业绩	满足负债额 + X%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种新的模式下，退休基金开始注重对其负债责任风险的对冲以及对投资回报更积极的追求和创造。在对冲负债风险方面，做法主要包括投资利率衍生品及投资于期权合同（Interest Rate Derivative）等衍生品以及长期债券（Long Duration Bond）。在有效创造投资回报方面，主要是在全球范围内进行分散投资，注重对绝对收益产品的配置等。具体的做法可分三个步骤：第一，将退休金资产目前所投资于的固定收益产品部分重新配置于长期债券以减少资产与负债之间在期限上的失衡。第二，除了重新配置长期债券以外，将剩余的纯股票投资部分中的50%配置于绝对收益的投资策略，并将余下的15%投资于其他可以产生高收益的另类投资产品。第三，除了以上在第二步骤中创造有效投资回报的措施外，再加上利率衍生品以完全消除资产与负债之间期限上的失衡。

总结以上的讨论，在美国退休基金遭遇金融风暴之后所采取的对注资比率波动风险进行有效控制的投资战略调整过程中，退休金的投资管理人需要面对三个关键的问题。第一，在投资回报方面，究竟有多少部分要依赖于股票市场，有多少部分要依赖于积极的人为管理。第二，在避险方面，究竟基金需要从战略上和战术上对冲多少利率风险。第三，在选择和管理风险预算上，如何在投资回报的创造和避险方面进行有机平衡，并是否需要通过更积极、灵活的投资管理来实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附

海啸下的不败法则

——坚持价值投资

金融大海啸来袭，全球股市坠入深渊，投资人面对一时的亏损，产生非理性的行为，使得恐慌性卖压出笼，好的公司被错杀，股价严重被低估。市场上人心惶惶，本刊特地专访了林羿博士，他告诉我们，在仓皇失措之际，应坚守投资世界的不败法则。

回到原点 掌握优质基本面

普信全球资产管理集团在1999年就出清了相关网络科技股，成功避开了2000年的网络科技泡沫，这次普信集团也领先市场识破了次贷泡沫，并在2006年出清了次级房贷相关商品。

普信集团之所以能连续两次识破泡沫，皆源自于公司专注长期的基本面研究，注重由上而下（Bottom Up）的投资策略，注意回归基本价值的研究，这些都是普信的核心竞争力的根本。

所谓基本面的研究，就是了解公司真正的价值，而不是股价的涨涨跌跌。普信通过各种财务报表，如资产负债表进行量化分析，由公司的资深研究团队进行实地拜访，由公司管理阶层的经理人进行面对面的访谈，从了解经营团队的理念进而评估投资价值，确认该公司在产业的地位与竞争优势，并且还要通过衡量市场上的投资氛围，寻找出最佳的获利机会。如此严谨的投资策略，在过去的空头市场中效果卓越，因此不会受市场变化而改变长期投资的观点和策略。

普信在投资策略上有两件事情绝对不做：第一，不做择时交易（Market Timing）。因为没有实际的数据可以证实，投资者能掌握每次的转折点，择时交易的投资方式就跟赌博一样，同时也不做对冲或放空，真正为客户寻求长期价值的实现。第二，不随市场任意改变投资的方式，任何基本面好的公司或是市场，长期投资必能得到丰硕的果实。这也是为什么这次的金融海啸，并没有影响到普信的投资方式。

2009年第三季度全球经济复苏

美国是全球金融海啸的始作俑者，IMF已多次修正了全球的经济成长率，欧洲、日本早已迈入经济衰退的循环。美国2008年第三季度的经济成长率下滑0.7%，第四季度经济成长率仍会继续下滑，正式步入衰退。林羿表示，从乐观的角度来看，2009年第三季度可望复苏；但若从保守的观点，2009年全年景气可能持续低迷，多头必需要等到2010年。

美国2008年10月份的失业率为6.5%，仍有继续上扬的趋势，这个趋势是非常能反映市场的经济指标。林羿认为，失业率不至于上升到9%，应可以控制在7.5%。总而言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之，市场难免持续震荡，但越在这个艰难的时期，越要坚持价值投资的投资哲学，寻找超跌而不合理的投资标的。

美国养老金市场

美国的投资者因为投资基金的时间较长，所以在面对危机上较为成熟及镇定。林羿表示，401（k）养老金方案是美国目前最多人选择的退休方案，401（K）和企业养老金参加者并不因经济恶化而停止投资。例如，2000年科技股泡沫破灭，投资人还是继续扣款，换言之，经济越是严峻，投资人越会有储蓄观念。这次林羿博士拜访中国人寿总经理王铭阳时，王总表示，近来利率下降，保户反而持续增加。因为经济不景气时，人们就有意投向保本产品、保险产品。

美国基金业者所管理的资产超过40%来自养老金401（K）和IRA。这种资金来源是有粘性（Sticky）的，不太会撤离，原因是：税务政策；提前赎回有处罚原则。所以，大多数人选择继续投资，而类似这种长线基金在近期全球股市进入低迷期，仍持续投入，长线来看，反而容易赢！

美国典型的基金投资者多为中产阶级，40多岁的中年人，他们的家庭年收入在8～10万美元，投资方式成熟、沉稳。普信目前管理的资产是3450亿美元（截至2008年9月30日），第三季度赎回不到3亿美元，加上申赎金额，资金还是净流入，因为普信零售的共同基金中有45%来自养老金资产，不受金融风暴影响而持续稳定成长。

美国基金市场现况

美国政府7000亿美元救市方案逐渐展现成效，因此，现在信贷市场已经开始逐渐流动，银行开始互相拆款，然而信贷市场紧缩的惯性与金融危机确实影响到实质经济体。这是非理性的狂热后的非理性的悲观，这是信心危机，美国股市通常会提前反应，利多或利空都提前反应，市场非常敏感，还会继续波动。虽然很难说现在就是低点，但是当市场已经过度反应未来的不景气时，好的投资机会就会浮现。

美国的资产管理业者曾经在1987年股灾时面临赎回卖压，股票型基金赎回规模达到基金业者总规模的3%～4%。这次的金融海啸，截至目前为止赎回金额不到2%，赎回主要集中在股票型基金和部分的高收益债券基金，反观货币型基金仍是资金净流入，甚至有些资金只是从股票型基金转为债券型和货币型基金，这表示现在投资者已经有比较健全的投资观念，此时不败的投资法则就是“坚持价值”，不被过高或过低的价格所迷惑。

（本文刊于中国台湾地区《万宝周刊》第785期，2008年11月17日　林成荫）

A股市场正提供良好投资机会

中国经济基本面将支撑股市上涨

《第一财经日报》：近一年来，通货膨胀成为中国经济的头号问题，也成为机构判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市走势的重要参考指标。中国政府已经采取了一系列宏观调控措施以缓解通货膨胀上的压力，你怎样看待当前的中国宏观经济形势？

林羿：我对中国中长期的经济形势非常看好，对中国政府通过宏观调控来把握经济发展的适当速度和质量的能力充满信心。在过去 30 年里，中国政府对经济增长的引导非常成功，为其他新兴市场的发展树立了榜样。根据以前的经验，中国政府应该可以继续其过往的优异表现，通过不同的政策和适当的手段更好地调控和促进中国经济中长期的发展。所以我对中国中长期的经济发展持很乐观的态度。但是在短期内，一些已经发生的自然灾害会在一定程度上影响经济发展。不过，这些灾害的危害很有限，我们预计中国 2008 年国内生产总值的增长仍然不会低于 9%。

《第一财经日报》：我国上证综指从 2007 年 10 月的最高点持续下跌至今，内地的机构投资者，似乎已经从 2007 年的绝对牛市阵营转到了如今的熊市阵营，对 A 股市场的判断非常谨慎。你对目前的 A 股市场有何判断？市场的不确定因素还有哪些？

林羿：我觉得内地一些机构对市场的判断很不成熟。在股市上涨阶段唱十年牛市，过于草率，并没有基本面的分析来支持。而目前股市下跌时又把市场看得一片黑暗，毫无希望，也是不合适的。根据我们对中国经济基本面的研究，我们认为中国有一些股票是很好的，即便市场继续下跌，我们也仍然维持这个观点。普信集团的投资并不是一味自下而上，在对个股进行了详实的分析之后，还是要向上分析，看行业和板块，以及国家的整体经济。这又回到我前面说的，我们认为中国的整体经济还是非常健康的，中国股市的下跌只是一个迟到的必要的调整，并不预示着经济衰退的即将到来。所以，短期内，中国股市还是会反复震荡，小幅上涨或下跌都是有可能的。但中长期来看，中国的经济基本面将支撑股市上涨。目前，中国股市的下跌已经达到很合理的程度，很多股票已经到了可以买进的时候。已经有相当的外国投资者赞同我们的观点，认为现在中国 A 股市场正在提供很好的投资机会。

《第一财经日报》：你觉得中国的证券市场有什么特色？这些特色对合格的境外机构投资者（QFII）的投资行为会有什么影响？

林羿：的确，中国股市与美国股市完全不同。首先，中国的股市不是很高效透明，其中有很多投机成分。再次，中国股市的主力军是国有企业，政府的行动对中国股市势必产生很大影响。事实上，西方研究分析师在如何判断中国政府在股票市场中所起的作用上，也是众说纷纭，各执其词，很难有统一的观点。

因此，QFII 在投资中国股市时，就需要对这一特殊情况加强研究和加深理解。我们在分析中国个股的时候，会把分析政府行为放在很重要的位置，这是中国资本市场的特色。可以说，不加强对中国政府行为的研究，就不能很成功地运作中国的 A 股市场。

《第一财经日报》：普信集团正在申请 QFII 资格，未来投资 A 股，投资标的会有哪些？

林羿：只能简单地讲一点。首先是基建，即使到奥运会结束以后，我们也看好基建板块。其次是消费品，以及一部分金融股。如果我们能很快获得资格，我们会买进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新兴市场前景好过发达市场

《第一财经日报》：越南面临的挑战日甚一日，已经开始有人猜测谁将是下一个越南。你认为越南金融危机对其邻国会有什么影响？

林羿：越南金融危机对东盟国家金融和经济的影响很有限。东盟其他国家的金融系统是比较健康和坚强的，其对外账户也很健康。

事实上，与越南的金融危机相比，亚洲各国国内的通货膨胀才是更加令人担忧的。目前，亚洲各国存在的高通货膨胀问题是减缓亚洲经济增长的主要压力。如果油价继续高攀不下，我认为东盟许多国家的银行会出现坏账并且坏账急剧增加，这对这些国家的银行系统造成更大的破坏，并直接造成亚洲地区经济发展的减缓。

《第一财经日报》：目前各国股市中，你更看好哪些国家或地区的投资机会？原因是什么？

林羿：总体来说，美国国内市场和全球市场相比，我们更看好全球市场；发达国家市场和新兴市场相比，更看好新兴市场。所以，我们的资产配置策略主要是低配美国，超配全球；低配发达国家市场，超配新兴市场。我们不太看好美国、英国和日本。当然，新兴市场也不是铁板一块，目前更具有投资价值的是中东、拉美和亚洲部分国家。比如中国，中国股票市场的持续大幅下跌已经造成一些优秀的 A 股被无情地不合理地打压，已经出现一些好的投资机会。在墨西哥和阿根廷市场上，占有垄断地位的无线电讯行业，有比较深厚的政府背景，不太容易被市场冲垮。另外，我们看好俄罗斯的自然资源和能源行业，以及巴西的矿业。

《第一财经日报》：普信管理约 4000 亿美元的资产。请简单介绍一下所管理的资产在全球市场的分布比例。

林羿：我们管理的资产中近 80% 投资于股票，20% 投资于固定收益品种。从地区分布来看，在全球范围内，我们所管理的全部资产有百分之六十多投资于美国本土，百分之三十多分布于全球其余市场。这与我前面所说的“低配美国，超配全球”并不矛盾，因为我们毕竟是美国的公司，在美国也有很久的投资历史。

就具体的普信全球股票策略的市场分布情况来看，美国约占 38.5%，欧洲占 20.4%，日本占 4.7%，拉美占 14%，中东和非洲约占 3.8%，亚洲市场除日本以外占 10.6%，其中中国（H 股）占 4.9%。

防范风险需严格卖出纪律

《第一财经日报》：你可以回顾一下 2007 年全年普信在 H 股市场上的投资经历吗？

林羿：2007 年年初开始，我们开始逐渐加仓，到下半年时就觉得涨得太快，有些不合理的成分，觉得市场可能会出现调整，再加上我们有严格的卖出纪律，于是开始有选择地进行减仓，减仓的主要板块就是中国银行业。但当时内地很多投资者得出许多不合理的飘飘然的结论，在我们减仓的时候，内地的基金还有一部分在加仓。时间证明，我们的做法是正确的。那些被高估的个股风光显尽的时候，必然会回归其真实的价值。2008 年以来，市场持续下跌，我们也一直在观望，最近认为，现在到了可以买进的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《第一财经日报》：内地基金公司都有比较严格的买入纪律，但似乎在卖出方面并没有很严格的纪律或规定。你能详细地介绍一下普信的卖出纪律吗？

林羿：普信制定了严格的股票出售标准，在手中持有的股票满足出售标准以后，就需要切实出售相关股票。这些出售标准包括：因价格快速上升而接近历史估价的峰值范围（P/E，DV/EBITDA，P/CF，P/BV，P/S）；由于公司基本面的修改，分析师认可的收入预测发生变化；开始因特殊原因购买，如建立了新业务或开发了新产品，但后来没有进一步发展；不再与普信的宏观经济观点相符等。

标准的制定并不复杂，关键是怎样做到严格的执行。事实上，严格的卖出纪律曾经帮助普信成功躲过几次灾难，包括当年的科技股泡沫和 2007 年的次贷危机。普信在科技股泡沫破灭前一年就开始卖出科技股，当时在相当一段时间内受到了美国媒体的嘲笑，但事后证明普信当时的决定是正确的。再如，次贷危机是在 2007 年 7 月份大规模爆发，而早在 2006 年 7 月，普信集团的信贷分析师已经看到了次贷运作的种种不合理，向公司高管提出撤出的建议，高管听从了警告，及时作出决定，基金经理在固定收益投资上也采纳了建议，提前 12 个月就全部撤出次贷投资，所以普信为客户管理的资产中没有受到任何一点次贷危机的影响。

依据初始目标评价内地合格境内机构投资者（QDII）得失

《第一财经日报》：内地 QDII 基金在经历了短暂的辉煌之后就遭遇了次贷危机的突袭，并因此而备受批评，你如何看待或评价内地 QDII 目前的表现以及未来的发展前景？

林羿：我觉得对任何事物的评价都必须根据当时存在的历史情况来分析，在分析时要看到初始制定的目标规划是不是仍然有效。当时内地推出 QDII 有三个目的：一是要把一部分资金引出去，减缓人民币升值压力；二是通过 QDII 为内地普通投资者提供参与国际证券市场的机会，提供新的资产配置选择；三是要锻炼和培养内地基金业走出国门在全球投资的人员和队伍。

现在要评价 QDII 就要根据这三个初始目标来评价。从目前 A 股市场的表现来看，QDII 还是有其投资价值的，其存在还是必要的。在监管层制定 QDII 相关政策的时候，美国次贷危机还没有大规模爆发。所以从推出时机来说，基金公司是不应该遭受批评的。当然，从现有的 QDII 基金来说，可能过多地集中投资于中国香港市场，一些基金经理对中国香港市场的判断出现了失误，但是我们也不应该对 QDII 横加指责。在内地股市逐渐走入成熟和健康时，QDII 仍然可以为内地投资者提供很好的资产配置的选择。我非常看好 QDII 的发展前景。

次贷危机将推动美国金融体系重建

《第一财经日报》：美国多位投行高管公开表示，次贷危机已经接近尾声，但也有一些经济学家认为，次贷危机的深层影响才刚刚开始。请问你的观点是怎样的？

林羿：次贷危机的影响有两方面。一方面是对美国股市的影响，另一方面是对美国金融体系和美国经济的影响。应该说，对美国股市的影响最恶劣的阶段已经过去。美国股市是全球最有效率的股市之一，次贷危机对股市的影响已基本被全部反映。当然，这并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说美国股市从此就会开始上涨，但至少最坏的时候已经过去。但次贷危机另一方面的影响还远没有结束，其对金融体系的影响最为深刻和广泛，对其他方面的影响，我们还在严密关注。从目前的数据来看，次贷危机对美国其他领域的影响还比较有限。现在，造成美国经济前景暗淡的主要原因并不是次贷危机，而是通货膨胀的压力。

《第一财经日报》：次贷危机对金融体系的影响主要体现在哪些方面？

林羿：最根本的影响是，美国监管机构对金融体系的态度，包括监管力度和角度。美国金融体系的监管采取的方式是被动监管，由市场决定竞争。金融体系的各种法律，都是因为在相关方面出现问题才立法疏导。由于次贷危机的发生，美国现在正在筹建一个新的联邦监管机构，专门负责为美国住房抵押贷款行业设置统一标准。另外，对于一直号称拥有最好的风险控制体系的美国金融机构来说，次贷危机的发生是很大的嘲笑。目前，美国金融机构的风险体系也正在进行重建，这也是次贷危机对美国金融体系的另一个深远影响。

《第一财经日报》：你认为危机完全消除还需多久？现在美国经济还有哪些亟待解决的难题？

林羿：直到整个金融体制的整改和重建全部完成，走入正轨，重新赢得投资者信赖，这才叫危机完全消除。但这个过程可能需要 5 年，甚至 10 年。现在影响美国经济的两大难题是高油价和通货膨胀。我们认为，高油价并不是由于原油供给不足，现在原油供需基本平衡，但国际政治形势动荡，特别是中东政局极不稳定，对原油价格影响很大。此外，美国政府也应该采取更积极的措施控制原油炒作。我们认为原油价格在下半年有下跌的可能。对于美国政府，防止次贷危机引起的经济增长进一步减缓（不是衰退），以及解决高通货膨胀问题，是一个两难。现在美国政府已经将其政策重点从次贷危机转到通货膨胀，所以我们认为美国降息已经到头，未来走向是通过加息以解决通货膨胀。

《第一财经日报》：次贷危机和美国经济问题将如何影响中国？

林羿：我觉得次贷危机为中国上了重要的一课，中国应该有所警觉，对如何避免类似危机做到心中有数。美国经济减缓，对中国进口的需求有所下降，对中国经济会产生有限影响。

（本采访刊于《第一财经日报》，2008 年 7 月 12 日　王艳伟）

山雨欲来风满楼

——中国股市震荡预示着经济衰退吗

近期中国 A 股市场动荡不安，使得偏股型基金也极少有人问津。除了一些既有的市场环境因素之外，也暴露出中国基金业在应对股市大幅度下滑时的经验欠缺和发展中的一些弊端。

那么，此时的中国基金业应当怎样借鉴美国成熟市场上的成功经验应对跌市呢？在金融街威斯汀酒店 26 层的贵宾层，记者采访了美国普信集团（T. Rowe Price）副总裁林羿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先生。普信集团已经拥有71年的历史，按照目前的市值计算，普信集团是全球第三大专职资产管理公司，2007年年底资产管理规模达4000亿美元。同时，普信集团还是中国社保基金首批十家境外投资管理人之一，也是华夏基金公司旗下的合格的境外投资者（QDII）产品在海外的投资管理顾问公司。此外，据林羿透露，普信集团还在积极申请QFII额度和中投公司的海外资产管理机构。

激励制度：没有员工持股是一大遗憾

记者：据悉，在1986年美国上市的1000多家公司中，普信集团的业绩排名目前仅次于微软，位居第二，这样的业绩获得人才是至关重要的一个方面，那么，普信集团是怎样培养和发展人才的？

林羿：在公司的运营理念中客户排在第一位，员工第二，股东第三。公司所做的一切决定不管是业务上、投资上，还是人员上，都是从利于客户的出发点考虑。在客户利益至上的基础上我们要使员工有强烈的归属感和责任心。在这方面普信最主要的做法是鼓励员工持股。目前，作为上市公司的普信集团员工控股达到30%，这主要有两部分：一部分是对于高级管理人员，普信会定期给予他们股权和期权作为薪酬和报酬的一部分；另一部分是对所有员工开放的持股计划，员工不仅可以定期订购公司的股票，而且公司还会给予员工一定数额的配备，比如说，员工如果把每月工资的4%留下来买公司的股票，那么公司就会另外再给员工配备2%的公司股票。这么一来，无形中把员工的利益和公司的利益有机地联系在一起。与美国的其他公司不同，普信给员工的配备达到了员工购买股票金额的50%。

另外，普信集团表现出来的“独特的基因”是自下而上的基本面研究。普信在全球各地有近140个资深分析师。这些分析师都是我们自己培养出来的，我们的基金经理也是从分析师中选拔出来的。普信先是从美国最好的几家商业学院挑选在读的学生，比如斯坦福大学、哈佛大学、沃顿商学院、耶鲁大学、芝加哥大学等，让他们做“夏天实习生”，从几千名学生中挑选10至15名左右，给每个人配一名导师，再把每个人分配到一家公司进行跟踪分析。他们的任务就是跟踪这家公司，写一篇关于这家公司的分析报告，然后再进行考核选拔，最终会筛选出永久在普信工作的分析师。

记者：那么，您认为中国的基金公司在激励制度上需要完善的是什么？

林羿：我觉得中国基金业中没有员工持股是一大遗憾，实际上中国证监会也认识到了这方面的重要性，他们也在考虑推出这方面的政策，但什么时候推出来还不知道。

当然，这种体制在中国运用还有一定的难度，从中国基金公司体制来说，大部分基金公司是国有的，有一部分是民营企业，考虑到利益冲突、利益输送问题，有其一定的复杂性。不过，鼓励员工持股是加强公司管理、将员工利益和公司利益结合在一起的非常有利的手段，我觉得只要法律法规规定到位，切实可行，员工持股政策还是可以推出来的。

产品：开发跌市中防卫型种类

记者：2007年股市大幅上涨的情况下，基金也随之走俏，而2008年的市场状况下偏股型基金又备受冷落，这说明中国的基金业还有许多功课要做。您觉得，按照美国的经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看，中国的基金业应该采取哪些措施来应对市场大幅下滑时所带来的影响？

林羿：首先，在市场下行的情况下，任何国家的基金都会受影响。在这种情况下采取适当的防卫型措施是必要的。我觉得中国基金业需要进一步完善的是在产品的种类上，也就是说，在市场下跌时能够维护投资者利益的产品种类还需要进一步开发。

根据美国目前的市场调查，在美国市场走低时最受欢迎的基金除了债券型基金以外就是生命周期基金和生活方式基金。生命周期基金是根据投资者目前的年龄与退休的年龄时间差组成不同的类型基金，按照风险逐渐降低的原则在一定年限内进行调整。这种产品在美国很受欢迎，非专业投资者很愿意投资到由专业基金经理掌管的“退休日”基金中。在市场不景气时，一部分投资者也愿意把股票型基金转到这种基金上来。在新购买基金者中，购买此基金的人也比较多。当然，在开发基金产品方面也要看中国基金业的发展阶段和时期，不能“一口吃个胖子”。

行动：尽快推出 401 (k)

记者：您认为，当前情况下，从产品类别的角度，中国应当尽快推出的是什么？

林羿：中国应当尽快推出一个类似于美国 401 (k) 计划的投资机制和金融产品，美国历史多次证明，在市场下滑的情况下，美国基金和资产管理的主要支撑之一是来自源源不断的 401 (k) 计划的投资。我们国家称之为企业年金，企业年金已经做起来了，但是规模还不行。希望我们国家的监管机构和金融机构联手积极地推进。美国 401 (k) 的主要特点就是定期定投，因为不管是散户还是机构客户，无论在市场好与不好的情况下，他们都愿意为退休或未来存钱。在美国，并没有因为经济紧张就停止了向 401 (k) 缴费。举个例子来讲，在美国 2000 年市场泡沫破碎的时候，401 (k) 给予美国很好的支撑。中国还没有形成这种金融体制。

我觉得中国应当加快建立企业年金的步伐，比如在税收方面中国仍然没有明确的优惠政策，这也是为什么我们不能很快推广企业年金的原因之一。如果能推出来，企业年金也应该成为中国的投资者在市场下跌的时候支撑市场的最主要的工具。另外，应当注意的是进一步加强对投资者的教育，美国随着 20 世纪 80 年代 401 (k) 的盛行，抓住了这个积极互动的机会，基金公司和政府配合，为投资者灌输长期投资、不要短期作战的思想，所以，在面对市场大幅下滑时，美国的投资者在长期投资的理念上与中国的投资者因为对一时暴跌而产生的恐慌心理相比，要好得多。

客户：多发展机构客户

记者：那么，对基金公司来讲，在当前投资者教育还没有普及，而在市场追涨杀跌的气氛又比较浓烈的情况下，应当怎样保障自己的规模，把风险降到最低呢？

林羿：我认为，基金公司应该多发展机构客户。以美国为例，在这种市场情况下，机构客户的行为同散户行为完全不一样。从普信的基金机构客户来看，没有一家减少投资。因为他们的投资方向不一样，机构投资者本身就是长期投资者，他们的侧重点与目的跟散户不同，在市场下滑的时候要继续保持业务的发展就应该多发展机构客户。例如，普信集团的资产规模达 4000 亿美元，其中百分五十多来自于机构客户，百分之四十几是来自于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的零售客户。从2008年第一季度的市场状况来看，普信2008年第一季度的现金流入比2007年同期增长了近16亿美元。其主要原因是机构客户在这个时候大量增持，他们都认为这时候买入是好时机。

（本采访刊于《证券日报》，2008年6月24日　张志伟、马薪婷）

美国企业债在金融危机中获投资者青睐

普信集团副总裁林羿于2009年3月24日在接受《第一财经日报》记者王艳伟专访时表示，与港股相比，A股估值短期内仍然偏高。在当前美国市场上，企业债是较优的投资选择。

《第一财经日报》：目前，美国市场上较优的投资选择是什么？

林羿：根据目前的市场情况，企业债提供了一些很好的投资机会。由于大量投资者寻求安全感，争相购买国债，国债收益率降到多年来较低的水平，企业则由于融资较难而不得不提高企业债收益率。这使得企业债与国债的利差加大，已经达到10%～15%。普信近期推出一个新的基金，集中投资于美国AA级别以上的“投资级”的企业债，同时加入一些BB级别的质量较高的高回报债券。

《第一财经日报》：现在美国共同基金的申赎情况如何？

林羿：2009年1月和2月都是前三周保持净申购，第四周出现净赎回。从这个情况看，美国基金的申赎情况基本与股市走势一致，就是在股市反弹的时候会有净申购，股市下跌的时候出现净赎回。今年股市走向不确定，基金的申赎情况也不确定。不过从整体来看，赎回量占整个基金资产的比重在1%～3%之间，是比较小的。

美国投资基金业协会（ICI）所进行的几项调查表明，典型的美国基金投资者是长线投资者，不太可能对短时期内股市的波动作出草率的反应。大部分基金投资者是为了退休储蓄和其他长线目标而投资于共同基金，对投资于共同基金所存在的风险有基本的了解，对股市短期震荡的反应不会过于惊慌失措。

《第一财经日报》：在目前的经济环境下，普信公司的业务经营重点是否发生了一些变化？

林羿：首先，要控制运营成本，包括缩减营销费用、冻结员工工资增长等，不过在投资研发和营销方面仍然要增加人才储备。其次，在投资方面要加强基本面研究。目前这种非理性股市中，股市所反映的价值往往同公司的基本面脱节，蕴含很多机会，但风险比较大，要找出高质量的、有回升潜力的公司不容易，所以要加强研究。再次，加强投资者教育很重要，越是在这样的市场情况下，越需要对普通投资者进行投资教育。

《第一财经日报》：你如何看待中国宏观经济和股票市场的投资价值？

林羿：目前来看，中国政府的刺激方案已经初见成效：消费虽然减缓，但仍然保持较强的势态；房地产成交出现回暖迹象。有些令人担忧的问题是，出口和进口量都在下跌，我认为目前正处于谷底。总体来讲，我对中国经济的前景判断较为乐观，中国政府采取的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措施令人赞赏，同时，我相信，如果前期刺激方案效果不大，中国政府进一步采取新措施的可能性较大。

普信在获得 QFII 资格和额度后，首批资金已经投入 A 股市场。与港股相比，我们认为 A 股目前估值仍然偏高，所以对个股的研究和挑选很重要，主要是加大基本面研究，包括分析公司财务状况、公司治理结构、管理层经营水平和公司行业地位等，再结合估值情况来综合考量。目前的投资重点仍然是施惠中国 4 万亿元刺激方案的基础设施行业，包括公路、铁路、机场建设等，以及生产基建设施的企业，同时看好对被市场无情打压但基本面实际良好的个别金融股，以及一些消费品生产公司，如个别的优质家电公司。

（本采访刊于《第一财经日报》，2009 年 3 月 26 日　王艳伟）

价值投资者已开始买入

编者按：从九月底到现在，由美国次贷危机引发的金融风暴正在世界各地肆虐：美国道琼斯指数一周下跌 18%、俄罗斯股市一天跌去超过 19%、大宗商品价格大幅下挫，多个国家的金融市场因为连续暴跌而休市。与之相对应的是，在国庆期间，美国推出了 7000 亿美元的救市方案，欧洲各国也推出了各自的救市方案，世界经济体联手降息，上周六，20 国财长与央行行长在白宫聚会商讨救市方案。现在的问题是，各国积极的救市方案能否奏效，现在是否是风暴的最高潮，美国的公募基金又如何应对目前的市场危机等。为此，我们特邀请了美国第四大资产管理公司普信集团旗下普信全球服务公司副总经理林羿先生，就相关问题作出精彩评析。

记者：在通过了 7000 亿美元的救市方案之后，美股却难止下跌趋势，道琼斯指数上周更是跌去 18%。相当多的人对救市措施持悲观态度，甚至担心 1929 年的金融危机会再现，对此您怎么看？

林羿：7000 亿美元救市措施是必要的，最终也会被证明是有效的，这一步必须要走，不走会有更大的重创。在 7000 亿美元救市计划之外，美联储又采取了新行动：一是把定期标售工具的数额增加到 9000 亿美元，而去年这一数字只是 4500 亿美元，通过这个工具银行可以向美联储借款，以解决银行的短期借款问题；二是大量收购三个月期的无担保资产支持商业票据，解决企业与银行日常现金的周转问题；三是降息，美联储已宣布降息 50 个基点，预期还会进一步降息。这些政策在短期到中期都会产生效果，可以增强银行与金融机构的信心，激活信贷市场，这是经济从低谷中走出来的首要一步。

通过采取一系列强有力的救市方案，美国经济不会出现大面积的萧条。不过，这次美国经济陷于低谷的时间要长一些，估计至少需要两年才能从危机中走出来。在一个较长的时间内，美国金融市场会震荡不已，甚至情况可能更加恶化，但不太可能出现 1929 年那么深、那么广的经济大萧条。

美国经济要复苏，首先美国房地产行情必须要停止下跌，房地产价格的回暖是解决所有问题的关键，虽然美国房地产市场的危机已经扩散到经济的各个领域，但作为所有问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发源地，其指标性意义还是显著的。

记者：一方面，各国政府都在积极行动推出救市措施，世界各经济体更联手降息，我们看到了史无前例的干预；另一方面，我们面对的却是世界金融市场的轮番暴跌，救市是否已失灵？

林羿：我们对世界各经济体的联手行动很有信心，不管采取什么措施，我们坚信在各国的积极行动下，可以成功战胜金融风暴并挽救世界经济。

近期股市大跌的一个重要因素是，有相当部分对冲基金由于在次贷风暴中损失惨重而关闭，投资者大量赎回使对冲基金大量抛售股票，给市场造成很大的压力。另一方面，无论股市还是商品市场，在上涨和下跌时都会表现出过分乐观与过分悲观的倾向，是情绪化的，我认为目前的市场并没有真正反映基本面的情况，说到底，现在不是经济危机而是信心危机，市场已经过度反映了经济放缓的预期。

现在正是全球市场极度恐慌的时候，大多数人只看到危险而忽视机遇。机遇形成的必要前提是市场定价过度恐慌以及充足的现金，触发条件则可能是政府的救市，或者一些价值投资者开始入场。事实上，美国一些大型的资产管理公司已开始积极买进，有几家大型基金公司的基金经理都公开表示，目前是很好的投资机会，市场上有很多价格合理的好股票值得买进。

记者：这一场危机中，无论欧洲、日本还是新兴市场国家，都经受着风暴的冲击，“金砖四国”之一的俄罗斯股市更创出单日下跌幅度超过19%的纪录，您如何看昔日风光无限的“金砖四国”？

林羿：从全球范围来说，我们更看好新兴市场，欧洲与日本已经进入衰退期，美国也在衰退的边缘。新兴市场大跌的原因与欧美不同，并非其金融体系或实质经济在本次危机中遭受了重大损伤，而是环球投资者为避险或资金紧张抛售股票所致，结果爆发了一场蔓延全球各个市场不加区别的恐慌性抛售。我们继续看好“金砖四国”中的巴西、中国与俄罗斯，最看好的是巴西，其次是中国。虽然近期油价、大宗商品价格大幅下跌，但我们相信中国、印度对能源的需求不会下降太快，所以，对俄罗斯我们仍较看好。

记者：那么，您为什么看好中国经济？

林羿：各国政府面临经济下滑都纷纷降低利率和放松货币政策以刺激本国经济，而主动刺激经济增长的国家将占得先机，中国率先放松调控刺激经济是非常正确的选择，降息显示中国的经济政策已开始全面转向“保增长”。另外，我们特别关注十七届三中全会将推出的农村土地政策，这被称为第三次土改，它将把农民的购买力解放出来。虽然外贸受到打击，但中国的内需潜力巨大。另外，中国央行采取的一系列刺激经济发展的措施，还有针对股市的救市措施，都让我们对中国高效率的体制充满信心。

记者：面对这场百年一遇的风暴，普信公司在管理方面采取了什么样的应对措施？

林羿：在投资方面，普信一直奉行多元化与分散投资的理念，旗下基金风险控制能力较强，同时注重扎实的基本面研究，对很多有问题的股票没有持有或及时进行了抛售，比如我们绝大部分基金没有持有这次金融危机重创的“两房”与雷曼公司的股票。面对危机，我们会更加注重公司资产负债表上的严谨，注意有控制的拓展业务，对明后年的预算进行调整，削减不必要的开销，更专心地为客户提供服务。我们总的原则是不裁员，不大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅降薪，让公司员工保持较好的精神面貌，帮助客户渡过难关，利用目前的下跌挖掘更多的投资机会，为客户寻找长期回报的机会。

记者：在危机愈演愈烈，投资者普遍亏损的情况下，美国的基金持有人是什么心态？有没有可能出现巨额赎回？你们公司有这方面的准备吗？

林羿：到目前为止，普信没有出现大面积赎回，相反是申购多于赎回。今年以来到第二季度，普信净现金流入比去年同期还多好几亿美元。增量资金一部分来自机构客户，虽然市场下跌，机构客户依然把更多的资产交给我们管理。另外，普信管理的相当一部分是401（k）和个人退休账户，在经济吃紧的情况下绝大部分参加者仍然会缴费。

（本采访刊于《证券时报》，2008 年 10 月 13 日　杨波）

美国共同基金是怎样收费的

费用，在亏损的状态下，会得到投资人超常的关注，基金费用亦如是。

在热门基金论坛上，呼吁“减费”的帖子总能得到热烈的回应。事实上，基金是否应该调整收费标准、收费方式已经成为今年以来持续时间最长的热门话题。在论述这一问题时，美国的基金收费方式经常被拿来当作对照。

那么，美国共同基金的各项收费状态到底如何呢？《证券日报》记者近日就此对中国QDII 评审专家、美国普信集团（T. Rowe Price）大中华区董事林羿先生作了专访。

“美国的基金收费标准，在美国的共同基金法里没有明确规定不能超越的上限收费标准，基金收费主要是市场力量控制的，是各个基金公司参与市场竞争的结果。”林羿开门见山地说。

11 因素决定申赎费用

记者：美国基金如何进行分类？基金的管理费包括哪几项内容？

林羿：美国的基金主要分两大类，积极管理型（主动管理型）和被动型（指数型），美国的共同基金法中只是要求基金公司在收取费用时必须有充分而详细的信息披露。

基金的费用除了申购赎回费外，管理费用主要包括投资管理费和账户管理费。

记者：请问积极管理型基金的申购赎回费是怎样介定的？收费标准由哪些因素决定？

林羿：这要从美国基金业的历史谈起。在 20 世纪 70 年代末 80 年代初，美国基金申购赎回费用最多的不超过 8%。20 世纪 80 年代开始，美国基金业经过了繁荣期，基金数量和基金公司数量激增，从 1979 年的 517 只，到 2000 年的 8900 多只，竞争也越来越激烈。费用的数额绝大多数是由市场竞争所决定的，因此，目前的申购赎回费用有所下降，最高的在 5% 左右。根据最新数据显示，实际上积极主动型基金申购赎回费用平均在 2% 左右。

根据美国基金业的最新统计，我把积极管理型基金的申购费用的决定因素归纳为 11 个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）基金本身的资产规模。一般成反比，资产规模越大，费用越低。

（2）基金公司本身的资产规模。大规模基金公司的收费通常低一些，反之，小基金公司必须通过收取较高的费用来维持生存。

（3）基金公司本身的产品数量。根据经济规模，基金公司的产品数量越多，收取费用越低；反之，费用较高。

（4）基金持仓的翻转率。有的基金经理一天爱翻转好几次，买卖特别频繁，那么翻转率越高费用一般偏高；有的基金经理善于挖掘价值型的股票，长期持有。

（5）基金持仓的个数。持有的股票数量多，费用会高一些。

（6）基金年限。比较年轻的基金收费就比较高，时间越长，收费越低，刚进入市场的新基金费用比较高。

（7）基金的投资类别。这与中国的基金按照风险程度收取费用的因素类似，股票型基金收费偏高，债券型基金则偏低。而股票型基金又分为投资美国国内股票的基金和投资全球市场的股票型基金，一般前者比后者收费低一些。此外，还有一些专业投资的基金，比如专投医疗行业或者专投能源类的基金，费用也偏高。

（8）销售方法。比如普信集团目前管理着120多只基金，资产规模接近4000亿美元，而且这些基金采用的均是直销方式，不通过券商或者银行代理销售，这样费用就偏低。再比如，美林公司的基金大部分都是通过美林遍布各地的证券交易人、交易网站来销售的，这样美林公司基金的费用就会高些，因为要向交易人和券商支付部分费用。

（9）是不是指数基金。

（10）是面向机构客户还是散户开放。一般面向机构客户的基金，只需要建立一个账户，而且机构客户购买的规模大，因此收费会低很多。

（11）是不是多资产类的基金。

管理费比例难超2%

记者：积极管理型基金收取管理费用的比例范围是怎样的？

林羿：积极管理型基金收取管理费最高在2%左右，但很少有超过2%的。收费比较高的品种一般就是国际股票基金或者行业股票基金。整体来说，股票型基金的平均收费是1.47%，其中股票型基金中有90%的收费平均是在2.22%。

具体来讲，美国基金业把股票型基金分为六大类，而根据最新统计数据，每一类的收费比例均不同。一是积极增长型基金，平均费率在1.53%，其中90%以上的积极增长型基金平均收费在2.24%。二是增长型基金，平均费率是1.3%，90%以上的增长型基金平均收费率是2.13%。三是行业基金，平均费率是1.61%，90%的行业基金平均收费是2.36%。四是增长收入基金，平均收费是1.23%，90%以上的增长收入基金平均收费是1.97%。五是收入股票型基金，这种基金类似于国内的红利基金，其平均费率是1.3%，90%以上的股票型收费是1.90%。六是国际股票型基金，平均费率是1.62%，90%的国际股票型基金平均收费为2.37%。此外，还有平衡型基金，也就是部分投资股票、部分投资债券市场的基金品种，这类基金的平均收费为1.36%，90%以上的平衡型基金平均费率为2.06%；债券型基金中，平均收费为1.07%，90%以上的债券型基金的费率在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.73%左右；货币市场基金平均收费为0.61%，90%以上的货币市场基金平均费率是1.05%。

收费标准与业绩无关

记者： 据了解，在美国，被动型基金，也就是指数型基金，是不收取申购赎回费的，是这样吗？

林羿： 是的，指数基金一般没有申购赎回费，美国基金收费标准是每一年统计一次，因此，根据2007年年底最新统计数据显示，84%的指数基金整个收费不超过20%，11%的指数基金收费在0.21%～0.4%之间；3%的指数基金收费在0.41%～0.6%之间；2%的指数基金在0.61%～0.8%之间。另外，还有小于1%的指数基金收费是在0.81%～1%之间，还有不足1%的指数基金收费超过1%。

记者： 您刚才说了，各基金的管理费用依据各基金公司情况不同而各异，从基金公司本身来讲，制定费用是否与业绩有关，从哪几方面考虑？

林羿： 不是的，美国的基金收费跟业绩没有关系。公司一般在制定自己的收费时考虑四个因素：一是市场的竞争情况，包括目前市场是牛市还是熊市，在不同的市场环境下管理的难度有多大。二是同类基金公司或同类基金的竞争情况，比如技高一筹的基金公司收费标准偏低，但又不失管理的质量水准，这样的基金公司才具有竞争力。三是要看公司本身声誉、品牌、特点。四是要考虑低于市场平均收费的水平，比如普信的基金收费比较低，但是质量较好，收益率比较高，我们在收费的时候考虑到要低于市场平均的水平。

链　接

从投资者角度来看，基金的费用主要包括两类：一种是一次性费用，如认（申）购费、赎回费、基金转换费；另一种是基金公司按日提取的费用，这一费用从基金的总资产中扣除，并体现在基金的净值中，如管理费、基金托管费、营销费等，它们是按照“基金资产净值×相应的费率÷当年天数”按日提取。其中，管理费主要是支付给基金管理人的报酬。

目前的市场上，不同风险特征的基金产品管理费提取的比例差异较大，如货币市场基金一般为0.33%，债券基金通常为0.65%左右，股票基金则通常在1%～1.6%之间，而不同基金公司收取的管理费标准亦有所不一。基金托管费则是用于支付给托管机构，负责资金的监督和管理，这项费用的高低主要取决于托管机构。营销费用则是货币市场基金和短债基金所特有的费用，一般的费率标准为0.15%，因为这些基金不收取申购和赎回的费用，所以就需要通过营销费用来弥补发行渠道的成本。

（本采访刊于《证券日报》，2008年8月12日　马薪婷）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金公司不应以短期业绩考核基金经理

目前，国内基金业由于市场大跌而面临弱势处境。尽管基金公司不断表示，长期看基金将战胜通货膨胀，并为投资者盈利，但眼下投资者对基金几乎毫无信心。新基金发行困难，基金赎回暗潮涌动，对基金的批评也不绝于耳。基金公司也承认目前与投资者关系确实紧张，营销和客服人员每天都要安抚亏损投资者的情绪。对此，记者专访了全球基金业领头羊美国普信集团副总裁兼大中华区主管林羿，通过借鉴美国基金以及普信集团的经验为国内基金业的发展提供参考。

目前是价值投资好时机

南方都市报（下面简称“南都”）：现在国内基金业受大跌影响而处于困境，基金经理为了短期业绩好看，采取趋势操作而不是价值投资。但这更加剧了投资者对基金投资能力的怀疑，你怎么看这种现象？

林羿：国内基金业只有10年历史，有些基金管理者经验不丰富难以避免。基金公司也不应以短期业绩来考量基金经理。公司投研团队应更加注重对股票基本面的研究，自下而上地选择股票进行长期投资。目前，市场氛围悲观情绪较为严重，实际上很多股票已被错杀，其实，目前正是价值投资的好时机。普信集团的基金经理和分析员研究股票要起码看到其两年以后能否为投资者带来利益。对一只股票的持有也会在两年以上，并不推崇择时投资，因为没有人每次都能准确择时。

国内基民也比较追求短期的绝对收益，对基金长期投资的本质认识不清，对基金也采取短期操作的策略。基民的这种投资思维让基金管理者承受着巨大压力，从而使得基金进行逢高减仓、下跌控制仓位的趋势投资。

南都：部分基金在跌破业绩基准时暂停收基金管理费，投资者要求更多基金公司这么做，你怎么看？

林羿：基金公司收管理费是行业规定，不应因市场涨跌来决定。市场下跌时基金公司同样也在管理基金，否则基金跌幅可能更大。停收管理费的要求还是反映了基民追求短期绝对收益的心态。虽然这会让基金经理有压力去做业绩，但同时风险也在加大。

在此次下跌中，美国基民对基金操作主要有三种。一是有节制地赎回，总体赎回量比例没有国内高。二是部分投资者停止继续投资基金，但不赎回基金。三是进行基金转换，把股票型基金转换为债券型基金或者海外投资基金。另外，很少美国投资者把大部分的储蓄都投入到基金中去。他们把基金作为资产配置的一部分，其他投资于股票、国债产品、保险产品。

QDII 不宜作为主要盈利工具

南都：人民币升值不减，QDII 没有10%以上的收益难以抵抗风险。但现在 QDII 很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为投资者赚钱，你认为现在是投资 QDII 的好时机吗？

林羿： 汇率损失风险的确是投资 QDII 要考虑的因素，所以 QDII 只能作为基金资产配置的一部分，不能当作主要盈利工具。配置情况因人而异。

南都： 证监会出台一项政策称，QDII 能投资 A 股市场，这对于 QDII 是好还是坏？国外 QDII 有无投资本国市场的？

林羿： 政府推出 QDII 产品的初衷主要有三个，一是扩展和开通资本输出的渠道，减少对人民币升值的压力；二是为投资者提供全球资产配置和分散风险的机会；三是培养和训练国内基金公司人员，使基金公司早日成为国际化资产管理公司。不管 A 股涨跌怎样，QDII 投资 A 股市场是很难达到上述初衷的。在美国，如果是国际基金，是不能投资本国市场的；如果是全球基金，则允许投资本国市场，但不会占太多比例。

员工持股能留住人才

南都： 目前，国内基金没有员工持股激励，虽然监管层早前要试点，但至今没推出。而基金业内流动性很大，很多基金经理跳槽。你觉得员工持股能减少这类现象出现吗？

林羿： 普信的运营理念是客户第一，员工第二，股东第三。基金公司员工要为客户谋取利益，就得对公司有强烈的归属感和认同感，才能保持基金投资研究的稳定性。最好的方法是员工持股计划。

目前，作为上市公司的普信集团员工控股达到 30%，这主要有两部分：一部分是对于高管的计划，普信会定期给予他们股权和期权，作为薪酬和报酬的一部分。另一部分是对所有员工开放的持股计划，员工不仅可以定期购买公司的股票，而且公司还会给予员工一定数额的配备。比如说，员工把每月工资的 4% 留下来买公司的股票，那么公司就会另外再给员工配备 2%。这样，员工和公司的利益就联系在一起，公司也就能较为稳定地留住人才了。

我觉得中国基金业中没有员工持股是一大遗憾，实际上中国证监会也认识到了这方面的重要性。证监会也广邀业内人士讨论持股激励计划，可能要出台相关政策，但具体推出时间还未知。

南都： 目前基金业员工持股激励的推出有什么困难？

林羿： 从中国基金公司体制来说，大部分基金公司股东是国有企业，部分是民营企业。股东背景很强大，考虑到利益冲突、利益输送问题，有一定的复杂性。不过，鼓励员工持股是加强公司管理，将员工利益和公司利益结合在一起的非常有利的手段，我觉得只要法律法规规定到位，切实可行，员工持股政策还是可以推出来的。

南都： 刚才听你说员工购买公司股票。那么国内的基金公司也可以上市？上市后募集的钱拿来干什么？

林羿： 目前没有法律规定基金公司不能上市。普信集团也上市了，上市后募集的钱拿来扩展业务，比如做年金、养老金业务等。国内基金公司如果上市了，除了加深国内现有业务外，还可以拓展国际业务。但普信旗下基金不能买本公司股票，可以买包括公司股票在内的指数型基金，这是美国法律规定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资有方　理财有道——一位旅美金融专家的心得

（本采访刊于《南方都市报》，2008 年 6 月 27 日　王梅丽）

解读美国金融体制改革：监管将更加严格

编者按：金融危机之后，美国一直在酝酿金融体制改革，奥巴马在 2009 年 7 月中旬向国会提交了最新议案，其中关于资产管理和共同基金的改革措施，值得国内同行关注。他山之石，可以攻玉。为此，我们特邀请了普信集团公司副总裁、大中华区董事林羿先生，就相关问题进行了深入的解读。改革将从根本上改变金融企业高管的薪酬体制，使之与过度风险相脱节，而跟长期回报挂钩。

记者：美国政府改革金融体制的目的是什么？

林羿：金融危机之后，美国政府痛下决心改革金融体制，有以下几个方面的目的：一、为了加强监管，尽早发现金融体系中潜在的系统性风险。二、要加强对投资者的保护，主要是加强各种类型金融产品的透明度与信息披露的力度。三、分析表明，造成这次金融危机的主要原因之一，是美国金融企业高管的薪酬和过度风险联系在一起，导致金融企业一味追求高风险、高回报。这次改革将从根本上改变金融企业高管的薪酬体制，使之与过度风险相脱节，而跟长期回报挂钩。四、消除目前监管体制中的漏洞，所有产品都必须有明确的机构来监管。比如金融衍生品，既不属于证交会、商品期货交易委员会管理，也不属于央行管理，让部分公司钻了监管的空子。

所有管理资产在 3000 万美元以上的私募基金管理人，包括对冲基金管理人都必须在证交会注册，接受证交会的监控，并受到美国投资顾问法的制约。

记者：在资产管理业务方面，最重要的改革措施是什么？

林羿：最主要的一条措施是，要求所有管理资产在 3000 万美元以上的私募基金管理人，包括对冲基金管理人要在证交会注册，而过去他们都不需要注册。注册后会受到如下严格的要求：一、对其管理的私募基金的资产抵押负债和不显示在资产负债表上的各种风险进行报告和披露。二、对所管理的私募基金的投资者债权人和交易对手披露信息。三、严禁任何利益冲突和诈骗行为。四、加强证交会检查和执法的权利，要求对私募基金进行严格的合规记录保管。五、要求投资管理人建立完善的合规机制。进行注册后，私募基金的管理人会受到美国投资顾问法的制约，在管理合同、管理费、对客户的受托人责职和从业标准、客户财产资金保管、记录保管、产品广告、投资交易和投资策略、监管合规、相关政策和程序以及证交会的检查处分和资格取消等处罚机制等方面，都会受到证交会的监控。

证交会将对私募基金进行定期检查，并要求对冲基金以保密的方式，向证交会定期报告未反映在资产负债表上的风险、交易对手信用风险、交易与投资头寸等。

记者：在信息披露方面，对私募基金、对冲基金有什么新要求？

林羿：要求私募基金、对冲基金必须改变过去不透明的做法，进行充分的披露、报告和其他信息方面的分享。具体包括：一、监视对冲基金的潜在系统风险，要求其以保密的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式，向证交会定期报告未反映在资产负债表上的风险、交易对手信用风险、交易与投资头寸，以及其他潜在系统风险或对整个金融业稳定可能构成威胁的重要信息。二、要求证交会对私募基金进行定期检查，以监视其遵守相关要求的情况，评估潜在的风险。三、证交会将与美联储和新建立的金融服务监督理事会分享从这些私募基金获得的披露报告。这些信息会有助于评估系统风险是否已在对冲基金和其他私募基金中积累，也可以用来监控一些规模太大、抵押负债额过高的基金和基金家族，以免对金融系统的稳定造成威胁。

减少单只货币市场基金的信用和流动性风险，让整个货币市场基金增强兑付大规模快速赎回的能力。

记者：关于货币市场基金的改革备受关注，具体有些什么措施?

林羿：改革货币市场基金的目的，主要为减少单只货币市场基金的信用和流动性风险，让整个货币市场基金业增强兑付大规模赎回的能力。主要包括以下几个方面：一、加强货币市场基金兑付能力，在出现跌破一美元面值风险或像在雷曼兄弟倒闭引发的严重金融危机时，货币基金必须具有应对快速大量赎回风险的能力。二、要求货币市场基金保持“相当的流动储备”。三、减少货币市场基金资产的最大加权平均到期期限。四、收缩应用于货币市场基金的信用极限、具体投资产品的信用等级。五、改进信用风险分析和货币市场基金的管理水平。六、赋予货币市场基金董事会在非常情况下暂停赎回的权利，以保护基金持有人的利益。七、货币市场基金在紧急时，可以向私有机构进行借款，以获得支持，并要求向货币市场基金提供资源的机构必须是可靠的、规模大的金融机构。

要求减少加权平均到期期限，货币基金整个组合的加权平均到期期限从目前的 90 天减为 60 天，具体投资证券加权平均到期期限不能超过 120 天，将单只非政府债券产品的最大加权到期期限从 397 天缩短到 270 天。

记者：2009 年 7 月中，美国证交会颁布了《货币市场基金改革的细则》，其中最重要的规则是什么?

林羿：该细则最重要的内容包括以下几个方面：一、规定货币市场基金的投资只限于由全国公认统计评级组织所给予最高评级的产品，就是可以很快转化为现金的金融工具，禁止货币市场基金投资于二级证券。二、要求减少加权平均到期期限，货币基金整个组合的加权平均到期期限从目前的 90 天减为 60 天，具体投资证券加权平均到期期限不能超过 120 天，将单只非政府债券产品的最大加权到期期限从 397 天缩短到 270 天。三、对货币市场基金的流动性提出了详细的要求，不能投资于任何非流动性证券，要求零售的货币市场基金有 5% 的资产必须投资于现金和美国国债以及其他能够在一天之内转换为现金的金融产品，必须将资产的 15% 投资于美国国债或其他能够在 5 天内转换为现金的金融产品。四、要求对货币市场基金的组合进行定期的压力测试。五、要求货币市场基金每个月将其持仓的细节上报证交会，另外，每个月月底后两天内在网上公布持仓情况以及所投产品的发起人及所投证券的详细数额及成本，允许面值跌破一美元或面临危险的货币市场基金可以暂停赎回。

美国金融监管体制是 20 世纪 30 年代大萧条后建立的基本模式，已不能适应新的时代，必须建立适合 21 世纪的金融监管体制。奥巴马提出的改革议案包括以下五大内容：加强对金融公司的监督与管理；建立对金融市场完善的监控体制；保护消费者与投资者不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受金融企业违规运作的危害；为美国政府提供对付金融危机的有效工具；提高国际监管标准并加强国际合作。

加强对金融公司的监督与管理：建立一个中央级的金融服务监控理事会管理系统风险，主要职能是采取预防性的措施来减少系统性风险，其职能主要包括以下几个方面：一、该理事会被授权在不同的监管机构之间进行协调工作，提前发现系统风险的苗头，为美国央行识别、管理金融业的系统风险提供顾问。二、对所有大型的业务相互交集的金融公司实行集中的强化监督与管理，由美联储确定哪些金融公司是一级金融控股公司，比如雷曼兄弟公司、AIG 等公司业务涉及美国金融体系的各个方面，一个方面出现问题，就可能引发多米诺骨牌效应，危及美国整个的金融体制。三、加强银行和银行控股公司注册资本的要求，并提高它们谨慎从业的标准。四、对投行业务的监管集中到美联储，由美联储负责对其业务实行监管，而证交会的职责主要是保护投资者。五、通过建立财政部国家保险局来加强对保险业的全国性监管。重新定义房地美、房利美等政府资助机构的未来角色，是不是还要保留这种机构，如果保留，应该怎么进行改革。

建立对金融市场完善的监控体制：加强对证券化市场的监管力度，要求金融衍生品的发起人在证券化产品中保持自己相当部分的经济利益，并要求相关人员的报酬跟产品的长期表现挂钩；协调对期货与证券的监管，加强证交会与商品期货交易委员会之间的协调，通过美联储对金融机构扩大的监管权利来加强对系统性、关键性的付款清算与结算系统的监管；通过对相关金融机构开放美联储的紧急贷款。

保护投资者：建议建立一个新的拥有立法与执法权利的消费者金融保护局。现有机制不完善，一些非传统性货款的金融产品处于监管的空白地带，是造成次贷危机的主要原因。另一方面，要加强信息披露的透明度，以简单易懂、公平合理的信息披露，来加强对投资者的保护。

为政府提供应对金融危机的工具：建立类似联邦储蓄保险公司这样的机构，各大金融机构定期交保费，以备不时之需，修改联帮储蓄法第十三条中关于美联储紧急放贷的权力，在特殊情况下，美联储放贷必须获得美国财政部长的书面批准。

提高国际监管标准并加强国际合作：要有一个全球统一的注册资本的要求；对全球金融市场统一监管；监管国际市场上活跃的金融公司，加强对这类公司的统一协调；在危机防范方面加强国际合作。

（本采访刊于《证券时报》，2009 年 8 月 10 日　杨波）

养老金投资：保值重于增值

国际金融危机自去年夏季爆发以来，其危害已深入至金融体系的各个部分。其中以 401（k）为主的美国养老金在本次金融危机中损失惨重，有些美国人的退休金甚至损失殆尽。对此，美国普信全球投资服务有限公司副总裁、大中华区董事林羿，在接受《中国证券报》记者采访时表示，美国金融体系中存在一些不适宜的规定，是该国养老金投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资蒙受重大损失的重要因素。就养老金投资本身而言，保值应被放在比增值更加重要的位置。

美金融体系存在不适宜规定

中国证券报：您认为美国养老金制度在本次金融危机中暴露出了什么问题？未来将如何改善？

林羿：美国养老金投资在本次金融危机中遭遇重大打击，并不是因为养老金制度上存在着怎样的缺陷，而在于金融体系中的一些不适宜规定。比如，作为美国私人养老金计划主要形式之一的确定收益型模式（Defined Benefit，DB），要求完全由执行计划的企业进行注资，给企业增加了很大的财务负担。

金融危机的爆发，很大程度上放大了上述负担所形成的压力：一方面，金融投资不再像之前那样有利可图；另一方面，美国 2006 年通过《退休金保护法》时，要求在那之后的 7 年内完成对 DB 计划的全部注资，并要求对 DB 计划的资产负债表按市值计价，使计划注资水准得到如实的反映。因此，现在要求美国议会对上述规定进行修改的呼声很高。

中国证券报：在金融体系中部分或全部改变实行“市值定价”的美国公认会计准则（GAAP），会对金融市场产生什么影响？

林羿：改变总是会带来正反两面的影响，但如果利大于弊，改变就有进行的价值和必要性。我对相关要求得到修改的前景表示乐观，主要是因为，美国金融企业在危机背景下无法获得足够的交易量而只能通过撤账来维持运营，而如果按照实行“市值定价”的标准，把企业的压力反映到资产负债表上，就会造成投资者的疑虑，从而更不易激活信贷市场。此外，还有很重要的一点，那就是目前修改部分要求的压力主要来自美联储和美国证交会（SEC）。

中国市场前景最可观

中国证券报：经历了金融危机，美国的资产管理公司在养老金业务方面受到什么影响？美国的资产管理公司有什么反思？

林羿：整个 2008 年，美国的资产管理公司 DB 计划资产下降了 25%，仅这一个数据就足以说明冲击的严重程度。因此，资产管理公司进行投资上的调整，就成为了必然。在危机出现前，资产管理公司过分追逐高收益，不顾及自身以及个人投资者所可能面临的高风险。现在，则需要减少投资风险来满足投资者对公司资产负债表的要求，因此需要降低对实现超额利润的债务驱动型投资的热度。而我认为，鉴于公司债与美国国债利差已达到了 10% ~15%，信用级别在 BB 级以上的公司债券是当前的一个较好的选择，当然，风险也是同样存在的。

实际上，美国的资产管理公司也需要借鉴中国同行的经验。比如，中国政府针对本国的企业养老金，进行了投资比例的规定，这就在相当程度上降低了发生重大损失的可能性。

中国证券报：中国的资产管理业尚处发展阶段，应该从这次金融危机中吸取一些教训。那么，您对中国养老金制度的设计者们有什么新的建议？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林羿： 虽然中国A股市场2008年整体下跌了超过60%，股票方向基金净值平均下跌52%，社保基金权益类投资也自成立以来首次亏损。但中国仍然是全球发展前景最为可观的市场之一，甚至将领先于全球率先实现复苏。在这样的发展预期下，我想给出的建议有三个。

首先，在设计与推出新产品时，不要随大流。资产管理公司的着眼点不应单纯放在对高利润的追逐上，而要以客户的利益为中心，将资产保值放在比增值更重要的地位，这一点对养老金投资尤其关键。

其次，资产管理公司应加强基本面研究，重点培养研究人员，了解市场形势并为风险监控提供有效依据。举我们普信自己的例子来说，1999年和2000年间，美国市场上出现了160多家科技类企业，其中互联网企业就有40家左右。但我们的研究结果显示了之后互联网泡沫出现的可能性，普信因此顶住压力，从互联网行业大规模撤出投资，避免了重大损失。这轮次贷危机中，我们也再次适时退出。

最后，加强针对客户的投资前教育，尤其是外国的资产管理公司，要首先了解中国文化，打通与客户交流的渠道。

（本采访刊于《中国证券报》，2009年4月11日　高　健）

非卖空基金不做择时投资

编者按： 2008年以来，在金融风暴的肆虐下，美国基金业经历了严峻的考验，去年底曾出现大规模的基金赎回。面对剧烈震荡的市场，美国基金业如何应对，在投资、营销、人力资源等方面，美国同行怎么做，为此，我们采访了美国普信集团副总裁林羿先生，就此问题进行深入探讨。

记者： 在奥巴马推出一系列振兴经济的计划之后，美国经济是否从此踏上复苏的道路？还是仍有较长一段时间的调整期？

林羿： 奥巴马上任后推出的振兴经济计划取得了较好的效果。最近美国住房房地产有两项可喜的变化，一是二月份新建房有5%左右的增加，二是美国现有房地产的销售二月份也增长了5.1%。在货款利率降低、对第一次购房有8000美元减税优惠的情况下，房地产市场有些好转，但现在还不能得出美国房地产趋于平稳的结论。我们重点关心商业地产的变化，如果商业地产不能稳定或进一步恶化，将影响到美国的保险公司，因为大部分寿险公司都有相当部分资金投资商业地产，当然，目前这种情况还没发生，只是有潜在可能性。因此，我们公司投资金融板块时会回避寿险公司，而选择投资商业房地产较少的产险公司，即便发生第二波风暴，产险公司受到的影响也不大。美国经济有望在2010年回暖，而美国股市通常提前经济4个月启动，在2009年年底以前，美国股市应该有所改善。

记者： 美国股市是否已见底？对中国股市您怎么看？

林羿： 至于中国股市，我们的QFII已入市，并将第一批批下来的额度用完了。中国消费虽然有所减缓，但依然强劲，房地产市场也有所回暖，对中国政府的决心和救市能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，我们比较乐观。令人忧虑的是出口的持续下降，还有 A 股相比 H 股还是偏贵，所以我们更注重精挑细选公司，我们看好与基础设施建设有关的行业，以及部分消费必需品生产企业。

养老是美国居民投资基金的主要目的，他们都是长线投资，不太会对短期市场波动产生非理性反应。事实上，在前期暴跌时还有机构追加投资。

记者：在 2008 年底，美国基金遭遇了较大量的赎回，这是否意味着部分长线投资者正在撤离？

林羿：根据我们公司掌握的数据，美国基金业确实出现了一定量的赎回，但赎回量仅占整体资产的 1% ~2%，并非主流，机构投资者与长线的个人投资者基本没有撤出。养老是美国居民投资基金的主要目的，大约有 76% 的基金持有人是为退休储蓄买基金，68% 的持有人是通过 401（k）投资于基金，他们都是长线投资，不太会对短期市场波动产生非理性反应。经过了 2008 年的风险释放，2009 年应不会出现更大的赎回潮，事实上，在前期暴跌时还有机构追加投资。

普信是非卖空的长线投资者，我们的持有人大部分是 40 岁左右的中产阶级，受过大学以上教育，对投资的认识较深，他们的投资理念不太受短期市场表现的影响。2008 年普信遭遇的赎回量也相对较少。到 2009 年 2 月为止，普信是资金净流入，在美国上市专营资产管理公司中，普信的资金净流入量占第二位，其中偏股票基金净流入排第一，固定收益基金的净流量也占第二位。

我们是非卖空型的基金，不做择时投资，但我们有时会根据经济循环的规律，进行逆市操作，选出一些被错杀的个股，等待市场好转，为客户创造长期的超额收益。

记者：投资方面，在市场剧烈波动的过程中，你们怎么做？是否会大幅降低仓位，以保持基金净值较少的损失？

林羿：我们是长线投资，在市场剧烈波动中肯定会受到相当大的冲击，但通常不怎么会调整股票仓位，只是在个股方面做一些调整。在股市大跌时，投资者往往会失去理性，这种时候我们会加强基本面的研究，选出一些被错杀的个股，等待市场好转，为客户创造长期的超额收益。按照美国的法律要求，股票基金的股票仓位不能低于 80%，混合型为 50%，仓位上也基本没有操作的空间。

我们是非卖空型的基金，不做择时投资，但有时会根据经济循环的规律，进行逆市操作。比如在市场大跌之后，防御类股票受追捧，这时我们反而会撤出这类股票，去买一些经济复苏早期可能获益的行业的股票，比如电缆业、科技股、媒体等。普信的投资理念是，坚持以基本面研究为主，绝不对投资方式进行根本的变化。对我们这样的非卖空型的公募基金来说，择时可能在短期内会奏效，但却不会使投资者长期受益。

记者：许多资产管理公司大幅裁员，并更换基金经理，这是否是一种比较好的方式？你们公司是否会更换一些表现不佳的基金经理？

林羿：我们评价基金经理主要看两点：一是长期表现，对基金经理每年的评估是长期跟踪，从基金经理做分析师时推荐的股票就开始进行跟踪；二是看基金经理跟团队其他成员合作的情况，普信有将近 140 个分析师，分布在全球，这更加需要强调基金经理与研究员之间的配合与合作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于裁员，在市场不好时，我们的裁员计划主要针对较边缘的岗位，对投资研究人员普信是非常保护的。普信的基金经理都是公司自己培养的，都从分析师培养而来，培养一个人才不容易，而且随便更换基金经理，会对基金本身造成很大的负面影响，所以我们不会轻易放弃一个基金经理。如果基金经理一段时间表现不好，大家会一起分析，总结经验教训。普信公司的基金经理任职期限是美国基金业界基金经理任职时间最长的其中之一，基金经理更换率也是最低的。普信的基金经理平均有 19 年的投资经验，其中有 14 年是在普信任职。

记者：在市场低迷期，你们如何确定工作重点？

林羿：普信主要在两个方面下功夫：一是加强投资者教育，市场越是不稳定，客户越需要我们的帮助。普信最近与迪斯尼公司联合建立了一个对少儿普及投资知识的项目，即在迪斯尼乐园里设一个互动项目，为少儿讲解最基本的投资知识。二是在客户服务方面，普信特别注意加强为投资者进行即时的解惑。在市场巨幅波动时，客户打来的问询电话量巨增，有时一天要接五六万个电话，负责电话咨询的员工有将近 200 人。我们也加强了对员工的培训，前段时间有个调查，客户对我们这方面的满意度达到 94% 。

记者：营销方面，你们会做哪些工作？

林羿：我们会根据市场的情况，营销不同的产品。现在，股市不确定性极大，而企业债市场机会更大一些，特别是一些高质量的企业债，值得投资。2009 年，美国企业债较受冷落，支付的利率提高了很多，而美国国债的利率在降低，利差加大创造了很多机会，我们营销的重点转向开发这方面的产品，对营销人员也加强了这方面的培训。普信刚发行了一只新基金，即普信策略收入基金，主要投资对象就是投资级的企业债加上部分精选的高收益企业债。

（本采访刊于《证券时报》，2009 年 4 月 20 日　杨　波）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资有方 理财有道

一位旅美金融专家的心得

The Art of Investment and Financial Planning

- 致富之径——叩开理财之门
- 跑赢大市——投资心得点滴
- 股市博弈——天下股市纵横
- 洋为中用——他山之石
- 旁观者清——抛砖引玉

ISBN 978-7-5095-1982-0



定价：33.00元